

LES BOURSES DE VALEURS MOBILIÈRES

PARIS. — NEW-YORK. — LONDRES. — BERLIN
— GENÈVE. — ANVERS. — LUXEMBOURG. —
STOCKHOLM. — COPENHAGUE. — OSLO ET
HELSINKI. — VARSOVIE. — MADRID

THÈSE POUR LE DOCTORAT

présentée et soutenue le Mardi 24 novembre 1931, à 14 heures

PAR

Michel CARROW

Président : M. ALLIX, Professeur.
Assesseurs { MM. RIST } Professeurs
 { AFTALION }

PARIS
LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU
ROUSSEAU ET C^{te}, ÉDITEURS
14, RUE SOUFFLOT ET RUE TOULIER, 13

1931

THÈSE POUR LE DOCTORAT

*La Faculté n'entend donner aucune approbation
ou improbation aux opinions émises dans les thèses.
Ces opinions doivent être considérées comme propres
à leurs auteurs.*

LES BOURSES DE VALEURS MOBILIÈRES

PARIS. — NEW-YORK. — LONDRES. — BERLIN
— GENÈVE. — ANVERS. — LUXEMBOURG. —
STOCKHOLM. — COPENHAGUE. — OSLO ET
HELSINKI. — VARSOVIE. — MADRID

THÈSE POUR LE DOCTORAT

présentée et soutenue le Mardi 24 novembre 1931, à 14 heures

PAR

Michel CARROW

Président : M. ALLIX, Professeur.

Assesseurs { MM. RIST } Professeurs
AFTALION }

PARIS
LIBRAIRIE ARTHUR ROUSSEAU
ROUSSEAU ET C^{ie}, ÉDITEURS
14, RUE SOUFFLOT ET RUE TOUILIER, 13

1931



AVANT-PROPOS

L'utilisation essentielle de la monnaie, des capitaux, se traduit par des placements, c'est-à-dire par une répartition, plus ou moins heureuse selon les cas, de ces capitaux entre des industries, des branches ou des pays divers, représentés par des titres : des *valeurs mobilières*. Epargner et placer devrait être le devoir d'une partie considérable de la population. L'épargne, engendrée par l'esprit d'économie et de prévoyance, concourt non seulement au bien-être des individus, mais aussi des collectivités, des nations. Elle permet, d'autre part, au monde actif des affaires de joindre à ses propres ressources celles de la communauté entière qui contribue ainsi au développement du commerce, de l'industrie, du progrès. Système qui, dans le courant du XIX^e siècle a déterminé un accroissement de richesses sans précédent.

Il est toutefois fort difficile d'effectuer des placements sûrs, de sauvegarder ses capitaux tout en les faisant fructifier. Aux époques précédentes, diverses formes de placement ont connu une vogue parfaitement justifiée, terres, immeubles, terrains, prêts hypothécaires, etc. Mais ces modes anciens qui tiendront toujours, il est vrai, une certaine place dans la gestion des fortunes importantes, sauraient difficilement convenir actuellement

aux capitalistes moyens, paisibles et incompetents. Ce genre d'opérations, de même que les prêts aux particuliers, les participations directes dans des entreprises industrielles, commerciales ou financières doivent être réservées à l'usage des spécialistes possédant les connaissances et les aptitudes requises pour ce genre de transactions.

« Les placements essentiellement modernes, écrit Leroy-Beaulieu, sont ceux qui s'effectuent en valeurs mobilières ». Ils existaient bien en germe autrefois, mais depuis ils se sont prodigieusement étendus et développés. Le succès des placements, dépend de facteurs très divers. Facteurs généraux : cycliques, économiques, politiques. Facteurs personnels : discernement et compétence des manieurs de capitaux, moralité surtout. Enfin connaissance des marchés de valeurs mobilières où se produisent les transactions. Il est indispensable, en effet, non seulement de posséder des notions suffisantes d'économie politique, de statistique ou de comptabilité, mais aussi de connaître la technique des opérations, de *comprendre* les marchés, leur signification réelle et leur portée, de ne point confondre, surtout, la Bourse centre de transactions parfaitement sain et régulier, ayant pour but de satisfaire aux besoins de l'épargne en quête de placements raisonnables et prudents, et la Bourse centre de spéculation (dans le sens péjoratif du terme), exploitée à des fins peu avouables par des personnages sans scrupules, sans compétence et sans responsabilité, dont l'activité s'exerce au détriment du public ignorant et confiant, partant désarmé. Or la majorité des particuliers oublie, sous l'influence démoralisante de ces agents, la fonction véritable des marchés, organisés en vue préci-

sément d'éviter les abus, administrés par un personnel technique compétent et intègre, astreint à des règles précises et à une discipline sévère. Un marché de valeurs mobilières n'est dangereux que pour ceux qui voient dans la spéculation boursière un moyen de s'enrichir rapidement sans effort. Il serait difficile d'énumérer toutes les ruines accumulées par une déviation aussi regrettable de la mentalité. Il ne faudrait point, toutefois, attribuer au jeu une importance exagérée, et expliquer chaque perturbation économique par les influences mal-faisantes et nocives de la spéculation. En effet, le spéculateur heureux gagne en prévoyant la tendance économique, et non en la modifiant. Mais quel que soit le point de vue auquel on se place en ce qui concerne les opérations boursières, il est indispensable aux capitalistes et aux épargnants de connaître le terrain sur lequel ils vont s'engager, engager leurs capitaux, les économies dont dépendent le sort de leurs familles.

Le présent ouvrage a pour but, précisément, de décrire d'une manière concise les rouages essentiels et le fonctionnement des marchés de valeurs mobilières, sans prétendre toutefois épuiser une matière aussi abondante et complexe. Un grand nombre de travaux, d'une valeur incontestable, restent peu accessibles au public du fait de leur volume important et du caractère parfois trop technique de leur exposé. Nous nous sommes efforcé de faire ressortir les côtés les plus saillants des diverses organisations, afin de permettre au lecteur le moins averti de saisir l'enchaînement logique des opérations et de se faire une idée nette et précise sur le caractère réel des transactions.

A côté des grands centres comme Paris, Londres,

New-York, Berlin, on trouvera la description de places moins connues, notamment celles de la Scandinavie. Parmi les bourses belges, celle d'Anvers, encore peu étudiée. Un chapitre sera consacré à la Bourse de Luxembourg, de création récente. Parmi les bourses suisses, on a choisi Genève, la plus importante, par excellence un centre de placements.

Un bref historique, avec incidence sur le marché des valeurs, précède chaque étude; les plans varient quelque peu en vue d'éviter des répétitions fastidieuses et de faciliter l'assimilation d'une matière assez ardue. En fin de chaque chapitre on trouvera les tarifs actuels des taxes et courtages.

Nous voulons espérer que les notions pratiques contenues dans ces pages ne seront point dépourvues de toute utilité et faciliteront, dans une certaine mesure, la compréhension, et le contrôle des opérations boursières auxquelles l'épargne se trouve, par la force des choses, appelée à participer¹.

M. C.

1. Ce travail a nécessité des recherches multiples et souvent délicates. Nous sommes heureux d'avoir obtenu, à des titres divers, le concours de personnes qualifiées. MM. MAX BESELER, directeur de la Bank des Berliner Kassen-Vereins; KURT BELFRAGE, directeur de la Bourse de Stockholm; OLUF BUTZOW, membre de la Bourse de Copenhague; VICTOR BUCK, secrétaire général de la Bourse de Luxembourg; J. P. CHAUMONT, directeur de la Chambre de Commerce franco-norvégienne à Oslo; DAVID DECRUE, président de la Société des Agents de change de Genève; ROBERT DE DECKER, président de la Commission de la Bourse d'Anvers; JEAN VAN DOOREN, secrétaire de la Commission de la Bourse d'Anvers; REIDAR DUE, Commissaire royal près la Bourse d'Oslo; PIERRE HAOUR, chef du secrétariat de la Chambre Syndicale des Agents de change de Paris; J. EDWARD MEEKER, économiste p. le New-York Stock Exchange; MAUNO NORDBERG, attaché commercial p. la légation de Finlande à Paris; RAOUL NORDLING, consul général de Suède à Paris; FERNAND PRIOR, consul général de Danemark à Paris; ALBERT SCHNEIDER, directeur de la Chambre de l'Industrie et du Commerce de Berlin; HELGE WAMBERG, conseiller spécial de la Légation de Danemark à Paris, enfin le CENTRALVERBAND DES DEUTSCHEN BANK UND BANKIERGEWERBES sont priés de trouver ici l'expression de notre sincère gratitude pour les renseignements et la documentation qu'ils ont bien voulu nous communiquer.

LA BOURSE DE PARIS

De tout temps, en tous pays, les hommes s'occupant de commerce et d'affaires ont été amenés à adopter l'usage de se réunir, à jours et heures fixes, en un lieu déterminé afin d'y effectuer leurs opérations.

Les bourses de commerce existaient chez les Grecs (*emporium*) et chez les Romains (*collegium mercatorum*). Chez les Français de Palestine, au XII^e siècle, dans les principales villes du royaume de Jérusalem, il existait des « Cours de la Fonde » (de l'arabe *fonduk* : bazar), juridictions mixtes appelées à trancher les différends entre indigènes et européens, et en même temps sorte de bourses où s'établissaient la cote des métaux précieux et le prix des denrées. De Palestine, ces institutions se répandirent, dès le XIII^e siècle dans les villes commerçantes d'Italie et de Flandre, où elles se développèrent rapidement. Il semble que le terme « bourse » provienne de celle de Bruges, qui se tenait chez un marchand appelé Van der Burse, et dont la maison portait trois bourses sculptées sur le pignon.

La notion des valeurs mobilières n'apparaît que très tard (en France au début du XVIII^e siècle, avec les billets d'emprunts nominatifs et, en 1717, avec les actions au porteur de la Compagnie des Indes Orientales), mais

les opérations de change remontent à la plus haute antiquité et se retrouvent à l'origine de toute activité économique et commerciale. Les *trapézistes* d'Athènes, les *argentarii* de Rome étaient des changeurs.

Dès le ^{xii}e siècle on trouve des changeurs à Paris. A cette époque, le développement du commerce rendit l'argent moins rare et les échanges en nature firent de plus en plus place aux paiements en espèces. Un acte de Louis VII, de l'année 1138, signale que les vendeurs de marchandises et une partie des changeurs étaient installés dans les *champeaux*, ou petits champs, situés du côté du Grand Pont, sur l'emplacement actuel des Halles centrales. Un autre acte royal, de l'année 1141 ou 1142, dit : « Nous décidons que notre change se tiendra dorénavant toujours sur le Grand Pont. Nous défendons de faire le change à Paris, ailleurs que dans les boutiques destinées à cela sur ce pont ; pour chacune d'elles, il devra nous être payé, chaque année, vingt sous ». Il fut interdit d'exercer la profession de changeur ou banquier sans autorisation royale. La profession de banquier n'est devenue libre qu'en 1791.

C'est dans le courant du ^{xiii}e siècle également, que les Templiers, ordre militaire et religieux, fondé en 1118 à Jérusalem, pour la défense des lieux saints et des pèlerins, s'établirent à Paris. Excellents administrateurs autant que bons soldats, ce furent les grands banquiers et manieurs d'argent de l'époque. Ils disposaient en Orient et en Occident de plus de *neuf mille* maisons fortifiées, ou « Temples », parfaitement organisés tant au point de vue militaire que comptable, véritables banques de dépôts et de gestion. Leurs méthodes, la sécurité de leurs placements, leurs activité internationale

étrangère à toute spéculation, attiraient la confiance des souverains pontifes, rois, chevaliers, marchands, croisés ou pèlerins. Tous eurent recours à leurs bons offices.

Vers 1621, le Grand Pont, ou Pont au Change, qui relie la place du Châtelet au Palais de Justice, fut détruit par un incendie. Reconstruit, et surmonté par une double rangée de maisons à cinq étages, une petite place dite Pointe du Pont au Change, y fut réservée aux changeurs. Ce pont fut démoli en 1768 après plusieurs inondations.

Avant cette date on retrouve le marché du change au Palais de Justice, « la borsa di Parigi », où se voient matin et soir un nombre incroyable de magistrats, de gens de loi et de plaideurs, d'agents d'affaires, de marchands et de banquiers. Le marché tient ses assises dans la Cour du Roy, dite Cour du May, sous les voûtes attenantes à la Conciergerie, dans un coin entre cette dernière et le grand escalier du Palais. Là se trouvait le bureau du clerc chargé de répondre pour les agents de change, dont les réunions avaient lieu une fois par mois.

Le terme, *agent de change*, remonte au ^{xvii}e siècle. Les *courratiers*, ou courtiers de change, qui exerçaient librement dès le ^{xv}e siècle la négociation des effets de commerce, devinrent en 1572 des officiers royaux, et en 1639, le roi ordonna qu'au lieu de courtiers « ils seraient d'ors et dorénavant nommés agents de banque ou de change, sans qu'à l'avenir ils puissent être autrement qualifiés ». Par la suite, la négociation des valeurs mobilières les détourna de leurs attributions traditionnelles.

Le Parc Royal, près de la Bastille, fut pendant un

temps très court, aménagé pour la Bourse. Elle retourna ensuite à la Cour du May. On la retrouve au début du XVIII^e siècle, rue Quincampoix, qui devint au moment des émissions de la Compagnie Perpétuelle des Indes, le centre d'une activité sans précédent. « Le vacarme, écrit Saint-Simon, fut épouvantable ».

En 1720, afin d'enrayer la spéculation, les ordonnances des 22 et 28 mars défendirent de s'assembler en ce lieu, et pendant quelques jours, les réunions se tinrent dans la Cour de la Banque de la Compagnie des Indes, ancien palais Mazarin, d'où elles furent renvoyées, le 1^{er} juin 1720, place Louis-le-Grand, aujourd'hui Place Vendôme. Le chancelier d'Aguesseau, opposé au système de Law, gêné par le bruit des négociations qui s'effectuaient devant l'emplacement de la Chancellerie de France, actuellement Ministère de la Justice, demanda le déplacement de la Bourse qui fut transférée, le 1^{er} août 1720, à l'Hôtel de Soissons, appartenant au prince de Carignan. On construisit autour des jardins cent trente huit loges en bois « toutes égales, propres et peintes », écrit un chroniqueur de l'époque, ayant chacune une porte et une croisée, avec un numéro au-dessus de la porte. Le prix de location de chaque boutique fut de 500 livres par mois, mais il s'éleva rapidement à 2500 livres. Il fut défendu à tous gens sans aveu d'entrer en ladite place.

Les séances duraient douze heures l'été, de 7 heures du matin à 7 heures du soir, et onze heures l'hiver. Mais les réunions devinrent si tumultueuses qu'au bout de quelques mois elles furent interdites, tant à l'Hôtel de Soissons qu'aux alentours. Un arrêt du Conseil du 24 septembre 1724 affecta à la Bourse le préau, les arcades

du palais Mazarin, en bordure de la rue Vivienne, aujourd'hui englobé dans les bâtiments de la Bibliothèque Nationale. Sur l'emplacement de l'Hôtel de Soissons, démoli en 1750, s'éleva par la suite, en 1763, la « Halle au bled », remplacée en 1889 par la Bourse de Commerce. L'édit du 24 septembre constitue le premier règlement intérieur de la Bourse, dont certaines dispositions restent toujours en vigueur, tel l'article 13 qui défend aux dames l'accès de la Bourse « pour quelque cause et prétexte que ce soit ».

Depuis le 17 juin 1793, la Bourse, tour à tour ouverte ou fermée par décrets révolutionnaires, occupa des emplacements variés. Du 20 mars au 14 décembre 1794 les appartements d'Anne d'Autriche au Louvre; de 1797 à 1809 les séances eurent lieu dans l'église désaffectée des Petits Pères, actuellement Notre Dame des Victoires. En 1809, une ordonnance du Préfet de Police transporta le marché des valeurs au Palais Royal, dans la galerie de Virginie, et en 1817 la Bourse fut située rue Feydeau, dans l'ancien enclos des Filles de Saint-Thomas.

Commencé en 1808 par Brongniart, sur l'ordre de Napoléon, le Palais de la Bourse actuel fut terminé en 1826 sous la direction de Labarre. A l'origine, le Tribunal du Commerce y tenait ses audiences. Depuis, la Bourse fut exclusivement affectée à la négociation des valeurs mobilières et agrandie en 1902-1907 par l'adjonction des deux ailes orientées au Nord et au Sud. Quatre statues allégoriques, dont celle de la Prudence, décorent le préau de la Bourse. L'intérieur du Palais est décoré par des peintures d'Abel, de Pujol, de Maynier, où l'on voit Mercure, dieu du commerce et de l'industrie, protégeant les sciences et les arts.

Organisation du marché.

La Bourse des valeurs mobilières de Paris présente cette particularité d'être partagée en deux marchés distincts, publiant chacun sa cote : le marché officiel du *Parquet*, où se traitent les valeurs admises à la cote par la Chambre syndicale des agents de change (comme la « Banque de France », les titres de la « Compagnie du Canal maritime de Suez »), et le marché « libre » de la *Coulisse*, ou marché en banque. Le marché de la *Coulisse* doit, en partie, son développement à l'interdiction de coter au *Parquet* des valeurs d'un montant nominal inférieur à *cent francs*¹, nous disons bien « cent francs », et non point « cent francs or ». C'est pourquoi les valeurs anglaises, en particulier les mines d'or, dont la valeur nominale ne dépasse pas généralement une livre sterling, sont traitées en *Coulisse*. Mais les valeurs comme, par exemple, le Rio Tinto, dont le montant nominal est de £ 5, ou la Central Mining, £ 8, se traitent au *Parquet*. Sur les deux marchés les opérations sont effectuées au comptant, à terme ferme, et à primes. Les cours de ces dernières bénéficient également de cotations officielles, ce qui n'est pas le cas sur d'autres marchés, à Berlin par exemple.

I. Le *Parquet* et la *Coulisse*.

Le *Parquet*. — Le marché du *Parquet* se tient à l'intérieur de la Bourse². Toutes les valeurs traitées se

1. Art. 4 du décret du 6 févr. 1880, modifié par l'art. 1^{er} du décret du 1^{er} déc. 1893 (voir ci-dessous, p. 11).

2. Le terme *Parquet* remonte à l'année 1724. L'édit du 24 septembre ayant décidé « qu'il serait construit une séparation de trois pieds

négocient par l'entremise des agents de change, officiers ministériels, au nombre de soixante-dix. Ils sont tous solidairement responsables de leurs engagements réciproques vis-à-vis des tiers¹. Leur assemblée générale désigne annuellement les membres de la Chambre syndicale chargée de l'administration de la Bourse, de l'admission des valeurs à la cote. Elle assure également chaque soir la publication de la cote officielle, qui énumère tous les cours pratiqués pendant chaque séance sur les valeurs admises au Parquet. La Compagnie des agents de change détient le monopole absolu des transactions sur toutes les valeurs mobilières admises à la cote officielle par la Chambre syndicale².

Le privilège des agents de change est défini par l'article 76 du Code de commerce : « Les agents de change, constitués de la manière prescrite par la loi, ont seuls le droit de faire les négociations des effets publics et des autres susceptibles d'être cotés; de faire pour le compte d'autrui les négociations des lettres de change ou billets, et de tous papiers commercables et d'en constater les cours ».

« Les agents de change pourront faire, concurremment avec les courtiers de marchandises, les négociations et le courtage de rentes ou achat de matières métalliques. Ils ont seuls le droit d'en constater le cours ».

de hauteur dans la salle de la Bourse à l'endroit et à la distance qui seraient jugés le plus convenable, et au-delà de laquelle il n'y aurait que les agents de change qui pourraient être admis ». Cette estrade fut désignée sous le nom de « parquet » qui s'étendit aux agents admis à y prendre place.

1. Art. 55 du décret du 7 oct. 1890, modifié par le décret du 29 juin 1898.

2. Art. 76 du Code de commerce. On consultera utilement, pour tous les détails se rapportant à l'organisation du marché, l'ouvrage de Gustave Boissière, *La Compagnie des agents de change et le marché officiel à la Bourse de Paris*, 2^e édition, Paris, 1925.

Le « marché libre » est parvenu à se constituer en dépit de ce monopole et malgré de nombreuses prohibitions. La tenue du « marché libre » au Palais de la Bourse fut l'objet d'un *modus vivendi* entre les agents de change et les représentants de la « Coulisse ». La réforme de la coulisse en 1898, facilita la conclusion d'un nouveau *modus vivendi*¹ qui fut signé le 14 février 1901, et aux termes duquel les coulissiers sont considérés, *en ce qui concerne les valeurs admises à la cote officielle*, comme des remisiers d'agents de change. D'autre part, le Parquet se réserve le droit de s'attribuer par l'admission à la cote officielle, les valeurs qui lui agréent, qu'elles soient nouvelles ou déjà négociées en Coulisse, indifféremment².

Le marché en banque ou « coulisse ». — Les valeurs qui ne sont point inscrites à la cote officielle des agents de change sont traitées par l'entremise des coulissiers³ dont le marché se tient à l'extérieur, sous le péristyle de la Bourse⁴. Le nombre des coulissiers n'est pas limité. Le « marché libre » de la Coulisse, indépendant des pouvoirs publics, est réglementé par deux syndicats, *le Syndicat des Banquiers en valeurs au comptant près la Bourse de Paris*, et *le Syndicat des Banquiers en valeurs*

1. Cf. Courtois et Vidal, *Traité des opérations de bourse et de change*.

2. Cette faculté résultait en effet pour la Compagnie des Agents de change des principes mêmes inclus dans l'article 76 du Code de commerce.

3. Les termes *coulisse*, *coulissier* seraient empruntés aux balustrades « à coulisse » qui, dans un des anciens locaux de la Bourse, séparaient le public d'un couloir par lequel passaient les agents de change pour se rendre à la Corbeille.

4. Les Syndicats du Marché en Banque acquittent une redevance d'occupation du péristyle envers la Compagnie des Agents de change, locataire principale du Palais de la Bourse, lequel est la propriété de la Ville de Paris.

à terme près la Bourse de Paris, dont la réunion forme une Chambre syndicale commune bien organisée. Chaque Syndicat établit une cote, les deux cotes sont publiées ensemble en un fascicule qui donne les cours d'environ neuf cent valeurs. Pour être négociés en Coullisse, au comptant ou à terme, les valeurs doivent être admises à la Cote par le Syndicat intéressé. Les cours de certaines valeurs, non admises à la cote, sont cependant indiqués sous la rubrique « hors-cote », par les soins du Syndicat des Banquiers en valeurs au comptant. Ces indications donnent au public certaines garanties de publicité qui n'existent pas pour les valeurs se traitant véritablement hors-cote.

Les séances de la Bourse ont lieu chaque jour, de *midi trente à quatorze heures trente*, sauf les dimanches, jours fériés et samedis de mai à octobre inclus.

II. — Intermédiaires.

Les intermédiaires, c'est-à-dire les personnes par l'entremise desquelles les négociations sont effectuées en Bourse, sont représentées par les agents de change et par les banquiers en valeurs, ou coulissiers. Mais les agents de change sont les seuls intermédiaires strictement légaux. Il existe en outre une catégorie spéciale d'intermédiaires, les remisiers, mais qui n'ont pas la faculté de traiter en Bourse et qui servent de trait d'union, pour ainsi dire, entre les intermédiaires autorisés et la clientèle.

Agents de change. — Les agents de change sont des officiers publics nommés par le gouvernement. Pour

être agent de change il y a lieu de satisfaire aux conditions suivantes (décret du 7 octobre 1890) : être de nationalité française; âgé de 25 ans accomplis; jouir de ses droits civils et politiques, et avoir satisfait aux obligations de la loi sur le recrutement; avoir travaillé quatre ans au moins chez un agent de change, dans une maison de commerce ou de banque ou chez un notaire; être présenté par le titulaire de l'office ou ses ayants droits; être admis par la Chambre syndicale, après consultation de la Compagnie; enfin être nommé par le ministre des Finances¹.

Le recrutement des agents de change est corporatif. Ils se recrutent par cooptation. Le ministre n'intervient que pour la nomination d'un candidat déjà agréé par la Compagnie. Cet état de choses est pleinement justifié du fait de la responsabilité des agents de change en cas de défaillance d'un confrère². En effet, aux termes du décret du 7 octobre 1890, les agents de change qui traitent entre eux pour compte de tiers, sont garants de leur solvabilité réciproque et caution solidaire les uns des autres. Il est normal, dans ces conditions, qu'ils interviennent pour le choix de leurs confrères.

Une *assemblée générale* des agents de change a lieu chaque année pour l'élection de la Chambre syndicale. Cette assemblée est tenue dans la deuxième quinzaine du mois de décembre. L'élection du Syndic est assurée au scrutin secret et à la majorité des suffrages. Seuls les membres qui font partie de la Compagnie depuis cinq

1. Ceci dans les Bourses dites à *Parquet*, c'est-à-dire comprenant au moins six agents de change; dans les autres cas, la nomination relève du ministre du Commerce.

2. Art. 55 du décret du 7 oct. 1890 modifié par le décret du 29 juin 1898.

années au moins, peuvent être élus. L'élection des membres de la Chambre Syndicale, au nombre de six, a lieu également au scrutin secret. Pour pouvoir être nommé adjoint au syndic (membre de la Chambre Syndicale) il faut faire partie de la Compagnie depuis trois ans au moins. L'assemblée générale est convoquée en fait chaque fois qu'il y a lieu d'agréer de nouveaux agents de change, de modifier le règlement, de fournir un avis à la Chambre syndicale sur des questions graves concernant la Compagnie, et dans tous les cas prévus par le règlement.

La *Chambre syndicale* se réunit chaque fois que le syndic le requiert, ou que quatre adjoints en font la demande. Ses délibérations ne sont valables que si la majorité des membres est présente. Dans le cas où un membre de la Chambre se trouverait intéressé dans une affaire soumise à l'appréciation de la Chambre syndicale, il doit s'abstenir de siéger.

La Chambre syndicale exerce sur les membres de la Compagnie la surveillance et l'autorité disciplinaire, elle est appelée, dans certains cas, à jouer le rôle d'arbitre ou de conciliateur; elle représente la Compagnie et administre ses fonds, enfin elle assure par toutes mesures utiles le fonctionnement normal du marché. On exposera par la suite le rôle important qui lui est réservé dans la surveillance et la direction du marché des valeurs mobilières.

Coulissiers. — Quoique ignorés par la loi, qui ne reconnaît et protège que les agents de change, les coulissiers évoluent librement à côté des agents officiels et assument un rôle important dans les transactions. Ces intermédiaires sont en même temps banquiers. En effet, rien n'empêche les coulissiers d'entreprendre légalement des

affaires de banque ou de syndicat, et même des affaires complètement étrangères à la banque et à la bourse. Ce qui est formellement interdit aux agents de change.

La majorité des coulissiers opère toutefois pour le compte d'autrui. La contre-partie est interdite (vente ou achat direct des titres que le donneur d'ordres désire vendre ou acheter), à moins que le client n'en ait été formellement averti au préalable. Dans le cas contraire l'opération est entachée de nullité¹.

L'activité des coulissiers s'exerce sur toutes les valeurs non cotées officiellement au Parquet. Ils peuvent également opérer sur ces dernières, mais en ayant recours, dans ce cas, aux bons offices d'un agent de change.

1. Lacour et Bouteron, n° 1607 et s. La jurisprudence s'est fixée en ce sens que le commissionnaire ne peut se faire contrepartiste qu'en vertu d'un accord spécial qui l'y autorise en raison des dangers que présente la contrepartie et cette autorisation du client ne doit jamais être présumée.

La contrepartie occulte est, en effet, contraire au mandat reçu et peut donner lieu à des poursuites en escroquerie.

Paris, 14 novembre 1896, Dr. fin. 1897, p. 77; — Cass., 28 mars 1904, D. 1905.1.65; — Trib. civ. Seine, 15 juin 1904 et 6 août 1904, D. 1906.2.121; — Cass. crim., 16 février 1907 et 12 mars 1909, D. 1909.1.201 et 201; — Dijon, 9 mars 1908, D. 1910.2.113; Cass. req., 11 janvier 1909, D. 1909.1.529; — Cass. req., 30 juin 1909, D. 1910.1.5; — Cass. crim. 1^{er} décembre 1911 et 23 janv. 1913, D. 1915.1.57; — Paris, 2 mai 1913; et 21 novembre 1916, D. 1921.2.45; — Douai, 3 décembre 1913, D. 1916.2.190; — Paris, 3 février 1914, D. 1921.2.37; — Cass. req., 5 mai 1914, D. 1916.1.91; — Cass. req., 30 mars 1920, *Gaz. trib.*, 26-27 avril 1920; — Douai, 4 mai 1920, Dr. fin. 1921, p. 34; — trib. corr. Seine, 27 décembre 1920, Dr. fin. 1921, p. 179; — trib. com. Nantes, 2 mai 1921, Dr. fin., 1922, p. 137; — Cass. civ., 14 décembre 1921, Dr. fin., 1922, p. 488, — Rouen, (and. sol.) 22 juin 1921, Dr. fin., 1922, p. 117; — Cass. req. r 5 juillet 1922, Dr. fin., 1923, p. 24; — trib. com. Nantes, 1^{er} avril 1922, Dr. fin., 1923, p. 34; — Cass. req., 12 décembre 1923, Dr. fin. 1924, p. 79; — Orléans, 28 novembre 1922, Dr. fin., 1924, p. 497; — Montpellier, 7 juin 1923, Dr. fin., 1927, p. 89; — Paris, 25 mai 1928, Dr. fin., 1928, p. 442; — Cass. civ., 25 février 1930; Dr. fin., 1930, p. 103; — trib. corr. Seine, 11 janvier 1930, Dr. fin., 1930, p. 418.

Mais les parties ne peuvent, semble-t-il, convenir de faire la contrepartie lorsqu'il s'agit de valeurs cotées. En ce sens : Paris, 25 mai 1928 susvisé.

Exception pour les reports.

Remisiers. — Les remisiers appartiennent à cette catégorie spéciale d'intermédiaires qui servent d'agents de liaison entre le public et les agents ou coulissiers. Il est défendu aux agents de change de donner aucun conseil à la clientèle, il est assez rare qu'un coulissier sérieux se décide à prendre parti. Or la complexité du mécanisme boursier et de la conjecture a favorisé le développement de cette nouvelle catégorie d'intermédiaires qui, précisément assument le soin délicat de diriger et de conseiller la clientèle. N'ayant pas la faculté de traiter directement sur le marché, ils effectuent leurs opérations par l'entremise des agents de change ou des coulissiers. On ne saurait recommander assez de prudence dans le choix d'un conseiller de cette nature qui doit être d'une compétence et d'une intégrité éprouvées.

III. — Administration du marché.

L'administration intérieure de la Bourse de Paris et des services nécessaires à son fonctionnement incombe en fait à la Chambre Syndicale des agents de change. La police du marché, la réglementation des heures et des jours de marché relèvent, par contre, de l'autorité du Préfet de police.

Police du marché. — Le maintien de l'ordre et l'application des dispositions qui réglementent l'accès de la Bourse incombent au Commissaire de police installé dans un local, ouvrant sur le hall sud.

L'accès de la Bourse est libre à tous les « citoyens » français. Ce terme exclut par conséquent, les femmes

même commerçantes, les mineurs non commerçants, les individus condamnés à des peines afflictives et infamantes, les faillis, les personnes mises en liquidation judiciaire et non réhabilitées, enfin les individus qui se sont rendus coupables d'immixtion dans les fonctions d'agent de change¹.

Aux termes du décret du 25 mars 1924 l'accès de la Bourse des valeurs n'est autorisé aux étrangers que sur présentation d'une carte délivrée par le préfet de police.

L'entrée de la Bourse est gratuite depuis le 22 novembre 1861.

Surveillance et direction du marché. — Il appartient à la Chambre Syndicale des agents de change de Paris d'assumer la surveillance et la direction effective du marché. Il lui appartient notamment d'admettre les valeurs à la cote officielle, de les radier, d'assurer la cotation régulière des valeurs inscrites à la cote officielle, de publier le *Bulletin de la cote* (cours authentique et officiel), enfin d'adopter toutes les mesures destinées à faciliter les transactions confiées aux agents de change et de les mener à bonne fin.

La Chambre syndicale a constitué des services administratifs placés sous la direction d'un secrétaire général et d'un secrétaire adjoint. On distinguera les services de centralisation et d'intérêt général (au nombre de douze), puis les services publics (au nombre de trois), et enfin le service délégué à l'exercice partiel du privilège conféré aux agents de change par l'article 76 du Code de commerce.

1. Arrêt du Conseil d'Etat du 24 sept. 1724 et ordonnance du 1^{er} thermidor an IX.

A. — Les *services de centralisation* comprennent: secrétariat général, contentieux, comptabilité, caisse espèces, caisse titres, encaissement des coupons, contrôle, économat, imprimerie, enfin le service des « compensations¹ », le service des « liquidations centrales² » et le service des « dépôts de titres à la Banque de France³ ».

B. — Les *services publics* sont :

1^o le *service de la cote*, qui constitue les dossiers des valeurs en instance d'admission à la cote et assure la cotation des valeurs officiellement négociées;

2^o le *service des oppositions* (constituant une attribution particulière à la Chambre syndicale des agents de change de Paris), chargé de recevoir les oppositions notifiées par ministère d'huissier à la Chambre syndicale concernant les titres au porteur volés, perdus ou détruits, dans les conditions déterminées par la loi du 15 juin 1872, modifiée par la loi du 8 février 1902 et par les règlements d'administration publique rendus pour

1. Le *service des compensations* assure le règlement quotidien des livraisons effectuées entre agents de change, à la suite de transactions *au comptant* et permet d'éviter les mouvements d'*espèces* en les limitant pour chaque agent, au versement ou à l'encaissement d'un solde global établi vis-à-vis de l'ensemble de ses confrères.

2. Le *service des liquidations centrales* assure à chaque liquidation les mouvements de *titres et de fonds* consécutifs aux transactions *à terme* conclues entre agents de change.

3. Le *service des dépôts de titres à la Banque de France* a pour but de pallier à l'inconvénient de la circulation matérielle des valeurs. Ce service a été organisé à l'origine pour faciliter les liquidations aux agents de change, banquiers et particuliers. Depuis, les agents de change l'ont considérablement développé. Ils effectuent leurs dépôts directement sans passer par leur Chambre syndicale, par paquets de 25 titres, uniformément (ou, s'il s'agit de rentes, de la plus petite quotité négociable à terme), et reçoivent en échange les *récépissés endossables* des titres au porteur déposés à la Banque de France. Chaque récépissé mentionne le nom du déposant et porte les numéros des titres qu'il représente. D'autres titres se substituent, par conséquent, aux valeurs en dépôt, qui conservent toutefois leur individualité propre. Mais les livraisons matérielles se trouvent de ce fait considérablement réduites, sinon totalement supprimées : les titres circulent sous un volume vingt-cinq fois moindres, et sous un autre aspect.

l'application de ces lois. Ce service est également chargé de recevoir les réclamations relatives aux valeurs irrégulières, à celles qui sont inscrites au *Bulletin officiel des oppositions*. Il suit également toutes les affaires contentieuses qui lui sont confiées par les agents de change.

3^o le *service des trésoreries générales* (constituant également une attribution particulière de la Chambre Syndicale des agents de change de Paris). Ce service a été créé le 21 août 1862 pour centraliser et exécuter tous les ordres d'achat et de vente, transferts et conversions de valeurs du Trésor et fonds d'Etat français. Ces ordres peuvent émaner soit des comptables du Trésor, soit de la Caisse des dépôts et consignations, ou de diverses Caisses d'épargne, soit encore de l'administration centrale du ministère des Finances.

C. — Le *service délégué à l'exercice partiel du privilège* conféré aux agents de change par l'article 76 du Code de commerce est le *service du change*.

IV. — Admission des valeurs à la cote.

Il y a lieu de distinguer les valeurs qui se négocient *au comptant* et celles qui se négocient *au comptant et à terme*. La cote à terme n'est accordée qu'aux sociétés dont le capital est en rapport avec les besoins du marché. Il n'existe aucun texte légal qui fixe expressément les conditions d'admission des valeurs à la cote officielle (sauf en ce qui concerne les valeurs étrangères). La Chambre syndicale prononce les admissions à la cote en vertu d'usages fort anciens¹.

1. Les usages en question se trouvent confirmés par l'article 69 du Règlement particulier de la Compagnie des A. C. de Paris homologué par le ministre des Finances.

En principe, l'admission suit le placement des titres. Elle ne le précède point. La Chambre Syndicale estime, en effet, que la cotation n'est point destinée à écouler dans le public des valeurs non émises, mais doit permettre aux porteurs intéressés de négocier facilement leurs titres.

Les fonds d'Etat français sont cotés de droit et portés à la première page du Bulletin de la Cote. Pour toutes les autres valeurs, une demande d'admission doit être adressée à la Chambre syndicale, avec toutes pièces justificatives et renseignements à l'appui¹.

Les *valeurs françaises* peuvent être considérées comme admises quelques jours après que l'avis en aura été donné au ministre des Finances. Toutefois, l'admission des titres jouissant d'une garantie de l'Etat ou des départements comporte l'assentiment préalable du ministre des Finances, de même que les titres de sociétés françaises ayant des intérêts, ou exerçant leur activité, à l'étranger ou aux colonies (sociétés françaises ayant leur siège social ou leur principal centre d'exploitation aux colonies, sociétés françaises ayant leur principale exploitation à l'étranger, holdings françaises dont l'actif se trouve constitué, en totalité ou partie, par des titres de sociétés étrangères).

Les *valeurs étrangères* ne peuvent être admises sans l'autorisation formelle du ministre des Finances, qui se prononce après avis du ministre des Affaires étran-

1. On trouvera la nomenclature détaillée des pièces et renseignements à fournir à la Chambre syndicale à l'appui d'une demande d'admission de valeurs à la cote (actions et obligations françaises ou étrangères) dans l'*Encyclopédie de Banque et de Bourse* de F. François-Marsal, t. IV, pp. 433-436.

gères. Le ministre des Finances peut toujours interdire la négociation, en France, d'une valeur étrangère¹.

« Les actions admises à la cote ne peuvent être de moins de 25 francs lorsque le capital des entreprises n'excède pas 200.000 francs, ni inférieures à 100 francs, lorsque le capital est supérieur à 200.000 francs. Elles doivent être libérées de 25 francs lorsque elles sont inférieures à 100 francs, et au moins jusqu'à concurrence du quart lorsqu'elles sont supérieures à 100 frs² ».

V. — Opérations au comptant et opérations à terme.

Opérations au comptant. — Le mécanisme de ces opérations est fort simple, le règlement et la livraison des titres se font immédiatement, ou dans un délai très court. L'acheteur doit préalablement, en principe, verser le montant de son achat, le vendeur livrer les titres qu'il désire vendre. Les livraisons de titre au porteur doivent se faire dans les dix jours ouvrables qui suivent la négociation, faute de quoi l'acheteur peut exiger le rachat d'office. Les opérations sont moins importantes que celles du terme, et se prêtent moins à la spéculation.

Opérations à terme³. — Le règlement et la livraison des titres se trouvent reculés à une échéance déterminée qui s'appelle *liquidation*.

1. Décret du 6 févr. 1880; loi du 31 mai 1916; arrêté du 26 déc. 1928 (commission d'examen des demandes d'introduction).

2. Décret du 1^{er} décembre 1893, modifiant l'article 4 du décret du 6 février 1880.

3. On trouvera un exposé fort remarquable sur le fonctionnement du marché à terme de Paris, par Pierre Haour, dans l'*Encycl. de B. et de B.* de F. François-Marsal, t. V, pp. 9-316, Paris, 1931.

Au lieu de verser le montant intégral de l'achat ou de déposer les titres, il suffit de verser une certaine somme en « couverture » ou garantie du paiement des différences en pertes éventuelles. Seules les valeurs désignées par les Chambres syndicales, et spécialement indiquées dans les cotes, se prêtent à ce genre d'opérations.

Les marchés à terme ne peuvent porter que sur des quotités minimum de 25 titres, ou multiples, ou bien 500 unités et multiples, pour les rentes. Ainsi on peut acheter 75 *actions* Rio Tinto et 25.000 *francs* de rente Françaises 5 % 1920. Exceptionnellement, la quotité réglementaire se trouve réduite à 5 ou 10 titres pour certaines valeurs à cours élevé, par exemple la Banque de France ou le Suez¹.

Les époques de liquidation mensuelles sont fixées à certaines dates précises : *deux* liquidations mensuelles au Parquet, le 15 et en fin de mois, *une seule* en coulisse, en fin de mois. Le mécanisme des opérations au Parquet et en Coulisse est le même.

1. Avis 13987 et 13988 publiés par la Chambre syndicale des Agents de change le 28 avril 1930 (art. 60 et 82 du décret du 7 octobre 1890).

Avis n° 13987 : « 1° Dès le 30 juin, en liquidation du 15 juillet, les valeurs ci-après : *Crédit Foncier de France*; *Canadian Pacific Railway Cy*, actions ordinaires; *Royal Dutch*, dixièmes d'actions ordinaires se négocieront à terme par 10 et multiples de 10.

En conséquence :

2° Dès le 29 avril présent mois, les opérations à prime sur ces valeurs, à échéances postérieures au 30 juin, se traiteront par 10 et multiples; elles continueront de se traiter par 25 titres et multiples pour l'échéance du 30 juin et les échéances antérieures.

3° Dès le 30 juin, les reports desdites valeurs s'effectueront par quantités de 10 et multiples. »

Avis n° 13988 : « Dès le 30 avril présent mois, en liquidation du 15 mai, les valeurs ci-après : *Banque de France*; *Banque de l'Algérie*; *Cie du Canal Maritime de Suez*, actions de capital; *Cie du Canal Maritime de Suez*, parts de fondateur; *Cie du Canal Maritime de Suez*, société civile se négocieront à terme par 5 et multiples de 5 ».

Le marché du terme n'est pas un marché exclusivement réservé à la spéculation. En effet, le volume des transactions étant beaucoup plus large à terme qu'au comptant, le capitaliste qui, à titre de placement, désire négocier une quantité importante de valeurs, parmi celles cotant au comptant et à terme, a tout intérêt à le faire sur le marché du terme, afin de ne point forcer à son désavantage les cours du marché plus étroit du comptant. Le règlement définitif de l'opération ayant lieu à la prochaine liquidation, la transaction se présente, par conséquent, comme une simple opération au comptant différé.

Il existe deux sortes de marchés à terme : les marchés à terme *fermes*, et les marchés à terme et à *primes*.

A) *Marchés à terme fermes*. — L'opération une fois conclue, son règlement se trouve, on l'a dit, reculé à une date ultérieure, à une liquidation déterminée. Dans aucun cas ces marchés ne peuvent être résiliés. Les négociateurs sont tenus, ou bien de remplir leurs engagements le jour de la liquidation, ou bien de dénouer leur opération par une autre transaction effectuée en sens contraire, ou bien encore, de la prolonger par un « report ». Trois alternatives se présentent par conséquent pour le dénouement des opérations à terme fermes :

I. *L'exécution pure et simple* : le jour de la liquidation, l'acheteur paie le prix des titres achetés et en prend livraison, le vendeur livre les titres vendus et encaisse le montant de la vente.

II. *Compensation par une opération effectuée en sens contraire* : un acheteur revend les titres précédemment achetés, un vendeur rachète les titres vendus à décou-

vert. Le résultat des deux opérations portant sur une même quotité de titres, mais effectuées à des cours différents, se traduit par un solde débiteur ou créditeur chez l'intermédiaire, agent de change ou coulissier.

III. *Report* : au moment de la liquidation, le spéculateur qui prévoit une tendance favorable à ses prévisions, au lieu de régler ou de dénouer son opération a la faculté de la reculer à une liquidation ultérieure en payant une certaine somme appelée « report ». D'où le nom d'opération de report.

Le report est un achat en liquidation présente, *lié* à une vente en liquidation suivante (ou inversement), l'achat et la vente portant sur la même quantité de titres d'une même valeur. Lorsque le cours de l'opération en liquidation présente est inférieur à celui de l'opération en liquidation suivante il y a *report*, ce qui est le cas normal, il y a *déport* dans le cas contraire. En principe un taux de report élevé, une « tension des reports », est un signe annonciateur de baisse pour le marché; un taux de report faible, ou un déport, est au contraire un signe de hausse. En effet, un taux de report élevé signifie que l'argent est rare, plus recherché que les titres, il y a donc lieu de s'attendre à des ventes. Un taux de report faible dénote, au contraire, une abondance de capitaux qui seront éventuellement investis dans des titres, achats éventuels qui permettent de prévoir une hausse. On ne saurait généraliser

1. La vraie signification du terme de « report » se rattache au résultat de cette opération qui est de reporter l'échéance initiale pour laquelle la vente ou l'achat avait été conclu. C'est par dérivation que le nom de report est passé également au prix payé par le reporté pour cette opération.

toutefois, et adopter ce principe comme une règle constante.

B) *Marchés à terme et à primes.* — Ces marchés présentent la particularité de permettre à l'acheteur (*mais à l'acheteur seulement, non au vendeur*), de résilier son opération contre l'abandon d'une certaine somme, ou « prime », dont le montant a été stipulé d'avance. Ainsi, on peut acheter fin courant, 25 actions « » au cours de 350/10 (*dont* 10, indique le montant de la prime). Le jour de la liquidation, si les titres ont baissé, admettons de 15 francs, l'acheteur aura tout intérêt à résilier son opération contre l'abandon de la prime, soit 10 francs par titre, au total 250 francs, plus les frais calculés sur le montant total de la transaction.

L'opération à prime se fait sur un cours plus élevé que le cours du terme. Cette différence de cours est normale, puisque l'acheteur a la faculté d'annuler son marché moyennant l'abandon de la prime qui est, en quelque sorte comparable à une prime d'assurance. La différence entre le cours du marché à prime et le cours du marché à terme ferme, à un moment donné, se nomme *écart*. Plus la prime est élevée, plus l'écart est faible. Les opérations à primes ne peuvent être conclues au Parquet à une échéance dépassant la sixième liquidation. c'est-à-dire trois mois.

Les liquidations durent cinq jours. La veille de la liquidation a lieu la réponse des primes¹ : les acheteurs à prime déclarent s'ils acceptent le marché ou bien s'ils le résilient en abandonnant la prime.

1. Réponse des primes, art. 50 du règlement part. de la Cie des Agents de change (en exécution de l'art. 64 du décret du 7 oct. 1890).

Premier jour : liquidation générale et opérations de report;

Deuxième jour et troisième jour : travail intérieur des charges (écritures, balances, différences à payer et mouvements des titres), à la liquidation du 15 un seul jour suffit;

Troisième jour : dit *jour des débiteurs*, les clients débiteurs paient à leurs agents respectifs leur solde débiteur et livrent les titres;

Quatrième jour : dit *jour des créditeurs*, les charges échangent (par le mécanisme de leur Chambre syndicale) les capitaux et les titres qui reviennent à chacune d'elle et les attribuent à leurs clients dans la mesure de leurs droits.

Confirmation des transactions — Toutes les opérations effectuées en Bourse sont confirmées entre agents de change (et aussi entre coulissiers) d'une part, de l'autre entre intermédiaires et clients. Les agents échangent entre eux des *engagements*¹ (bulletins roses pour les achats, bleus pour les ventes sur lesquels sont portés les opérations effectuées. Ce sont, en somme, des extraits du *dépouillement*, sorte de journal où toutes les transactions de la journée sont enregistrées par chaque charge. Leur échange a lieu tous les matins à la Bourse, entre 9 h. et 10 h. 30. Chaque agent de change envoie six commis, chacun porteur de bulletins d'achat et de ventes afférents à un groupe déterminé. Les échanges s'effectuent simultanément sur six emplacements distincts, où les commis confrontent les bulletins échangés afin que toute erreur

1. L'échange des engagements résulte de dispositions insérées dans le Règlement intérieur de la Cie des Agents de change de Paris.

puisse être réparée sans retard, avant la bourse suivante.

En Coullisse, une entreprise privée assure l'échange des engagements et non les maisons, agissant directement par l'entremise de leurs commis. Les engagements sont déposés chaque soir aux guichets de l'entreprise en question par tous les membres des deux syndicats de la Coullisse, et repris le lendemain matin, dûment échangés.

D'autre part, les charges envoient à leurs donneurs d'ordres des avis d'opéré, comportant pour les opérations au comptant le libellé des titres, le nombre de valeurs traitées, leur cours, le montant brut de l'opération, les courtages et impôts et le montant net. Pour les opérations à terme l'avis d'opéré indique le libellé des valeurs, leur nombre, leur cours et l'échéance. Le décompte complet figure sur les relevés de liquidation envoyés aux donneurs d'ordres chaque quinzaine au Parquet, et chaque mois en Coullisse.

VI. — Cotations.

Les valeurs du Parquet se négociant au comptant sont réparties entre six groupes distincts. Le groupe des rentes, où se traitent toutes les valeurs du Trésor, et cinq autres groupes. Chaque agent doit déléguer ses fonctions à six commis au moins. Les cotations ont lieu à l'intérieur de chaque groupe.

Trois procédés permettent d'aboutir à la cotation des cours :

1^o *Cotations par oppositions*¹ : ce procédé, d'un usage courant au Parquet n'est pas pratiqué en Coullisse. Le

1. Art. 43 § 2 du décret du 7 oct. 1890.

Parquet l'applique sur les groupes dont il a été fait mention, sauf sur celui des rentes, où l'on opère à la criée de même que sur un autre groupe dit « groupe criée ». Le système de cotations par oppositions est basé sur l'inscription préalable des offres et des demandes sur un cahier, ce qui permet de comparer ainsi les offres d'achat et de vente, et de déterminer les cours à la suite de ces « oppositions¹ ».

2° *Cotations à la criée*² : ce procédé, qui s'adapte particulièrement aux valeurs à large marché, n'est employé au Parquet comptant que sur les groupes indiqués dans l'alinéa précédent, mais couramment, par contre, au Parquet terme (et en Coulisserie tant à terme qu'au comptant). Les offres et demandes, au lieu de comporter inscription préalable sur des cahiers d'oppositions, sont énoncées à haute voix par les Agents ou commis détenteurs d'ordres, réunis à cet effet autour d'une corbeille. Les cours résultant de la discussion sont inscrits sur un tableau puis reportés sur une feuille de cote.

3° *Cotations dites par boîtes*³ ; ce procédé est appliqué dans des cas exceptionnels, quand l'abondance des ordres n'a pas permis de recourir, pour certaines valeurs, au système des oppositions. Toutes les fiches d'ordres concernant ces valeurs sont mises dans une boîte spé-

1. Il y a lieu de donner ici un sens particulier au terme « oppositions ». En effet, ces rapprochements ont pour but non point d'opposer les cours d'achat et de vente, mais de « s'opposer » à la cotation d'un cours d'achat supérieur au cours de vente minimum inscrit avant que tous les ordres de vente passés à ce dernier cours n'aient été absorbés. Inversement, ils « s'opposeront » à la cotation d'un cours de vente inférieur aux cours d'achats maximum inscrits, avant que tous ces derniers n'aient été servis.

2. Art. 77 du décret du 7 octobre 1890 pour le principe. Les modalités résultent de dispositions d'ordre intérieur.

3. Ce système n'est en somme qu'une variante du procédé de cotation par opposition, ci-dessus décrit.

ciale, qui est remise au commis ou au représentant de la Chambre Syndicale chargé d'effectuer le dépouillement d'après ces fiches d'ordres.

Les valeurs de la Coulisse, se négociant au comptant, sont réparties entre une douzaine de groupes, où se tiennent les teneurs de carnets, et, sur une estrade, le coteur chargé d'inscrire les cours sur le tableau. Les transactions ont lieu exclusivement *à la criée*. Dans chaque groupe les valeurs se traitent successivement pour l'établissement des premiers cours, de la manière suivante : le coteur inscrit un cours provisoire à la craie sur le tableau, puis il le modifie selon l'offre et la demande, jusqu'à ce que tous les teneurs de carnet en présence soient tombés d'accord sur le cours inscrit. A ce moment le coteur le souligne, et le premier cours se trouve fixé, on dit alors que le cours est « accroché ». Le coteur inscrit à la suite les cours auxquels s'effectuent les transactions, en ne laissant subsister que les cours les plus hauts et les plus bas parmi les cours consécutifs cotés, mais en maintenant toutefois le premier cours¹.

VII. — Cours des valeurs.

Parquet. — Les cours des valeurs sont différemment exprimés selon qu'il s'agit de rentes françaises, de rentes étrangères, enfin d'actions et d'obligations françaises ou étrangères. La cote officielle du parquet enre-

6. La cote de la coulisse n'indique que le premier cours, le plus haut, le plus bas, à l'exclusion des cours intermédiaires, ceci pour les valeurs cotées au comptant; en ce qui concerne les valeurs du terme, la cote indique également le dernier cours.

giste tous les cours pratiqués sur chaque valeur dans le cours de la journée.

1. *Rentes françaises.* — Les rentes françaises sont cotées en *pour cent* du pair nominal correspondant à l'unité de rente (sans égard aux coupures dont les montants variables n'influencent pas les cours). Ainsi, le cours 72 inscrit en regard de la rente française 3 % veut dire que 3 francs de rente, correspondant au pair nominal de 100 francs, se sont négociés à 72 francs.

Un acheteur de l'*unité* de rente, soit 3 francs correspondant par conséquent à 100 francs de capital nominal) devra payer 72 francs. Un acheteur de 150 *frs de rente* aura à déboursier (frais non compris, de même que pour les décomptes qui suivront) :

$$\frac{150}{3} \times 72 = 3.600 \text{ francs.}$$

Sur les rentes françaises, les variations de cours s'expriment au comptant et à terme par 2 1/2 centimes, ou multiples.

II. *Actions et obligations françaises et étrangères.* — Les cours inscrits à la cote expriment la valeur *en francs par titre* (exception faite pour certaines obligations d'Etat françaises cotées en *pour cent* comme les rentes). Ainsi le cours de 3.900, inscrit en regard de la Royal Dutch, veut dire qu'un titre Royal Dutch vaut 3.900 francs. Il y a lieu, toutefois, de tenir compte des coupures de cinq, dix, vingt ou vingt-cinq titres.

En ce qui concerne les valeurs non entièrement libérées, il y a lieu pour établir le décompte, de déduire du cours coté le montant non appelé. Ainsi des titres

non libérés de 125 francs ont coté 650. L'acheteur de 10 titres de cette nature devra déboursier :

$$(650 - 125) \times 10 = 5.250 \text{ francs, plus les frais}^1.$$

III. *Rentes étrangères*. — Leur cotation a lieu de trois manières différentes :

a) *Cotations en pour cent*; pour les emprunts étrangers émis en monnaie française, les cotations ont lieu comme pour les rentes françaises les cours sont exprimés en p. cent par unité de rente. Ainsi le cours de 375 inscrit en regard d'un emprunt étranger, supposons 5 %, émis en francs français, signifie que 5 francs de cette rente étrangère coûtent 375 francs. Un acheteur de 500 francs de rente devra payer :

$$\frac{500}{5} \times 375 = 37.500$$

b) *Cotations en pour cent au « change fixe »*. — Pour les fonds d'Etat étrangers dont l'unité de rente est exprimée en monnaie étrangère, ce mode de cotation ne peut être employé, et il y a lieu de faire intervenir un « change fixe ». En effet, pour chaque emprunt de cette catégorie il est établi un rapport fixe, essentiel-

1. Les variations de cours se produisent au Parquet par échelons suivants :

Au comptant : Par 0 fr. 02 1 2 sur les rentes françaises ou étrangères.
Sur les actions et obligations

0 fr. 25 si le cours est inférieur à 100 fr.;

0 fr. 50 si le cours est compris entre 100 et 500 fr.;

1 fr. si le cours est compris entre 500 et 2.000 fr.;

5 fr. si le cours est supérieur à 2.000 fr.

A terme : Par 0 fr. 02 1 2 sur les rentes françaises ou étrangères.
Sur les actions et obligations :

0 fr. 50 si le cours est inférieur à 500 fr.;

1 fr. si le cours est compris entre 500 et 2.000 fr.;

5 fr. si le cours est supérieur à 2.000 fr.

lement conventionnel, entre la devise étrangère en laquelle il a été émis et le franc français. Supposons un emprunt étranger 4% libellé en livres sterling. Le change fixe établi pour la livre sterling étant de 25,20, et le cours coté 495, l'acheteur de l'unité de *rente*, soit £ 4, correspondant à £ 100 de capital, devra payer :

$$25,20 \times 495 = 12.474 \text{ francs}$$

L'acheteur de 100 livres sterling de *rente* devra payer :

$$\frac{100}{4} \times 25,20 \times 495 = 311.850 \text{ francs.}$$

L'indication du change fixe adopté pour les rentes étrangères qui le comportent est indiquée sur la cote officielle, sous le libellé de la valeur.

Coulisse. — De même qu'au marché officiel les cours sont exprimés en francs par titre ou en pour cent du montant nominal (avec ou sans change fixe). La cote de la Coulisse n'enregistre que les premiers cours, puis le cours le plus haut et le cours le plus bas enregistrés pour chaque valeur, à l'exclusion des cours intermédiaires.

Les variations s'expriment par 0,05 cms d'écart, ou multiples, pour les valeurs cotées en pour cents, et pour les valeurs cotées en francs par titre d'après l'échelle suivante :

Par 0,25 ou multiples :	titres cotés au-dessous de	100 fr.
— 0,50	— de 100 à	500 fr.
— 1, »	— 500 à	1.000 fr.
— 5, »	— 9.000 à	5.000 fr.
— 25, »	— 5.000 à	10.000 fr.
— 50, »	— au-dessus de	10.000 fr.

VIII. — Ordre de bourse.

Au comptant, comme à terme, les ordres de bourse peuvent être donnés au mieux, à un cours limité, au premier cours, et pour les opérations à terme seulement, également au dernier cours.

Au mieux, l'intermédiaire est censé exécuter l'ordre au mieux des intérêts du client et n'encourt aucune responsabilité s'il se trompe. Les ordres au *premier cours* doivent être passés avant l'ouverture de la séance. Pour les ordres à *cours limité*, l'intermédiaire ne peut vendre en dessous du cours fixé, ni acheter au-dessus; mais il n'est pas obligé de répondre si le cours n'a été que « touché¹ ». Il peut se faire que certains ordres ne puissent être exécutés faute de contre-partie, ce qui est assez rare.

Les ordres dits à *révocation* tombent en fin de mois pour les opérations au comptant, à chaque liquidation pour les opérations à terme. Les ordres passés par télégramme ou par téléphone ne sont valables qu'un jour, sauf avis contraire formellement stipulé et confirmé par le donneur d'ordre.

Les ordres de limitation de pertes *on stop*, en honneur sur le marché de New-York, sont de pratique très peu courante sur la place de Paris; un agent de change ne peut être tenu d'accepter des ordres de cette nature. Aussi y a-t-il lieu pour le donneur d'ordres de se renseigner auprès de son banquier ou de son intermédiaire avant de passer des

1. Ainsi, admettons un ordre d'achat limité à 1.345 fr. Les cours successifs sur cette valeur seraient 1.375, 1.360, 1.345, 1.355. Le plus bas aura été 1.345, le cours est « touché », mais le donneur d'ordre n'est pas en droit d'exiger l'exécution, ce qu'il aurait la faculté de faire si les cours étaient descendus à 1.340 (aucun texte, usage de bourse).

ordres de cette nature qui se présentent de la manière suivante : ils sont passés à un cours limite suivi du mot *stop*, « achetez (ou vendez) X actions de telle valeur à tel cours stop ». Si c'est un ordre de *vente*, il ne doit être exécuté qu'à un cours *maximum* égal au cours fixé; si c'est un ordre d'*achat*, qu'à un cours *minimum* égal au cours fixé. Ainsi l'ordre de vendre 100 Rio à 3.850 stop, veut dire que l'ordre ne peut être exécuté que si le Rio cote 3.850 ou *au-dessous*.

La Bourse de Paris n'est pas l'unique marché français de valeurs mobilières. Il existe des Bourses de valeurs à Bordeaux, Lille, Lyon, Marseille, Nancy, Nantes, Toulouse, mais les bourses de provinces dont l'organisation répond à celle du marché de Paris, ont surtout une importance régionale. Les opérations y sont traitées presque exclusivement au comptant.

TARIF DES DROITS DE COURTAGE

I. — PARQUET DES AGENTS DE CHANGE

Les négociations effectuées en vertu de pièces contentieuses ou d'actes notariés, à l'exception des procurations générales : 0 fr. 40 % du montant de la négociation avec minimum de 2 fr.

OPERATIONS AU COMPTANT

<i>Renies françaises</i>	{	0.15 % du montant de la négociation, avec un minimum de courtage de 0.50 c.
<i>Emprunts</i> des Colonies et des Pays de Protectorat, <i>Emprunts</i> des Départements et des Communes, <i>Obligations</i> des Chemins de fer de l'Etat, <i>Obligations</i> des grandes Compagnies de Chemins de fer français et de la Grande-Ceinture, <i>Obligations</i> du Crédit Foncier.		0.20 % du montant de la négociation, avec un minimum de courtage de 0.75 c.

Autres valeurs :

Actions et Obligations lorsque le cours est inférieur à 50 francs...	0.15 c. par action ou obligation.	Avec un minimum de courtage de 1 fr. 50
Actions et Obligations lorsque le cours est compris entre 50 et 100 francs	0.30 c. par action ou obligation.	
Actions et Obligations dont le cours est supérieur à 100 francs, Fonds d'Etats étrangers et toutes valeurs non énoncées ci-dessus...	0.30 % du montant de la négociation.	

DISPOSITIONS SPECIALES
pour les opérations au comptant

Pour les valeurs non entièrement libérées, les maxima indiqués ci-dessus sont réduits proportionnellement à la partie non versée.

Lorsque deux opérations en sens contraire ont été effectuées au comptant, en vertu d'un même ordre et dans la même Bourse, pour le compte d'un client particulier, et lorsque l'opération d'achat porte sur la vente française ou sur l'une des valeurs soumises au tarif de 0.20 %, il n'est perçu de courtage que sur celle des opérations qui, par l'application du tarif ci-dessus, donne lieu au courtage le plus élevé

OPERATIONS A TERME

<i>Rentes françaises</i>	{	0 fr. 04 par 3 francs de rente
		3 % ou par 3 fr. 50 de rente 3 1/2 %.
	{	0 fr. 05 par 4 francs de rente
		4 % ou par 4 fr. 50 de rente 4 1/2 % ou par 5 francs de rente 5 %.

Rentes étrangères se négociant en capital ou en rentes :

Lorsque le cours est inférieur à 60 francs	{	0 fr. 06 % du capital nominal.
Dans les autres cas	{	0 fr. 10 % du montant de la négociation.
Actions et Obligations, lorsque le cours est inférieur à 200 francs	{	0 fr. 25 par action ou obligation.
Actions et Obligations, lorsque le cours est compris entre 200 et 400 francs	{	0 fr. 50 par action ou obligation.
Actions et Obligations, lorsque le cours est supérieur à 400 francs et toutes valeurs non dénommées ci-dessus	{	0 fr. 125 % du montant de la négociation.

Opérations de report

<i>Rentes francaises</i>	}	0 fr. 02 par quinzaine et par 3 francs de rente 3 % ou 3 fr. 50 de rente 3 1/2 %.
		0 fr. 025 par quinzaine et par 4 francs de rente 4 %, 4 fr. 50 de rente 4 1/2 % ou 5 francs de rente 5 %.
<i>Autres valeurs</i>	}	1 fr. 20 % l'an du montant de la valeur reportée cal- culée d'après le cours de compensation pour les opé- rations donnant lieu à un report.
		1 fr. 20 % l'an du montant de la valeur reportée cal- culée comme ci-dessus pour les emplois de capitaux en report.

DISPOSITIONS SPECIALES
pour les opérations à terme

Pour les valeurs non entièrement libérées, les maxima indiqués ci-dessus sont réduits proportionnellement à la partie non versée.

Minimum par bordereau..... Fr. 3,50

II. — COULISSE

Valeurs se négociant en pour cent

ur le montant net du bordereau..... Fr. 3,50‰

Négociations des autres valeurs

				Courtage par titre
squ'à 25 fr. inclusivement				Fr. 0,25
Au-dessus de 25 fr. jusqu'à 75 fr. inclusivement ..				» 0,50
» 75 » 150 » ..				» 1, »
» 150 » 250 » ..				» 1,50
» 250 » 350 » ..				» 2, »
» 350 » 500 » ..				» 2,50
» 500 » 650 » ..				» 3, »
» 650 » 1.000 » ..				» 3,50
» 1.000				» 3,50‰

N.-B. — Ces courtages sont perçus sur chaque opération d'achat, de vente et de report et sans par contre. Les courtages sont portés au double pour les opérations concernant les droits.

III. — IMPOTS

TARIF DU DROIT DE TIMBRE

Perçu au profit de l'Etat sur les opérations de Bourses

Sur toute opération

d'achat ou de vente au comptant ou à terme :

Pour la rente française <i>au comptant et à terme</i>	}	0,0125 % ou fraction de mille francs du montant de la négociation.
Pour toutes les autres valeurs (françaises ou étrangères)....		<i>Au comptant</i> 1 % ou fraction de mille francs du montant de la négociation. <i>A terme</i> 0,50 % ou fraction de mille francs du montant de la négociation.

Sur les opérations de report :

Pour la rente française.....	}	0,00625 % ou fraction de mille francs sur le cours de compensation majoré, s'il y a lieu, du prix de report.
Pour toutes les autres valeurs (françaises ou étrangères)....		0,25 % ou fraction de mille francs sur le cours de compensation majoré, s'il y a lieu, du prix du report.

Dispositions diverses

Le droit étant établi par 1.000 francs ou fraction de 1.000 francs le montant de la perception ne peut être inférieur au taux même du droit ou à ses multiples.

Toute fraction de centime dans la liquidation du droit donne lieu à la perception du centime entier.

Pour les valeurs non libérées, le droit est calculé sur le montant de la négociation, déduction faite du non versé.

Pour les opérations à primes, le droit n'est perçu, en cas d'abandon du marché, que sur le montant de la prime abandonnée.

Les opérations d'escompte ou de compensation ne donnent lieu à la perception d'aucun droit.

TARIF DU DROIT DE TIMBRES

Perçu au profit de l'Etat sur les opérations de Change

25 centimes par mille francs ou fraction de mille francs du montant de l'opération.

TAXES FISCALES SUR LES VALEURS MOBILIERES

(Double décime compris)

Sociétés françaises

<i>Droit de timbre</i>	{	20 <i>centimes</i> % par an du capital nominal des titres, ou, le cas échéant, du capital nominal augmenté de la prime d'émission.
	{	Pour les titres au porteur, 25 <i>centimes</i> % par an sur la base du cours moyen de l'année précédente.
<i>Droit de transmission</i>	{	Pour le transfert des valeurs essentiellement nominatives le droit est de 30 centimes % et pour la conversion au porteur des titres nominatifs, le droit est de 50 <i>centimes</i> %.
	{	Le transfert du porteur au nominatif est <i>exempt</i> de ce droit.
<i>Impôt sur le revenu</i>	{	16 % sur le revenu, ainsi que sur les primes de remboursement, et 36 % sur les lots.

Fonds d'Etats étrangers

<i>Droit de timbre</i> ....	|	1 % de la valeur nominale de chaque titre.
<i>Impôt sur le revenu</i>	{	18 % sur le revenu des rentes, obligation et autres effets publics.

Sociétés étrangères

En principe, les titres des Sociétés étrangères sont frappés des mêmes droits et impôts que les valeurs françaises.

Il en est particulièrement ainsi pour les Sociétés qui ont contracté un abonnement, c'est-à-dire qui ont fait agréer par le Ministre des Finances un représentant responsable du paiement des taxes.

Le nombre des titres des Sociétés étrangères abonnées passibles des taxes en France, ou quotité *imposable*, ne peut être inférieur :

Pour les *Actions* à un *dixième*,

Et pour les *Obligations* à deux *dixièmes* du capital.

Les titres des Sociétés étrangères non abonnées doivent être timbrés au droit *fixe* à 1 %.

Ces titres sont en outre soumis à l'impôt de 18 % sur le revenu.

Cet impôt est réduit à 16 % pour les titres étrangers déposés, contre récépissé nominatif, dans un des établissements de banque agréés par l'administration.

LA BOURSE DE NEW-YORK

Les origines, les traditions, le caractère des transactions et leur technique, présentent à Wall Street des particularités qui ne se retrouvent nulle part. La perfection atteinte par cet organisme, son envergure, ont permis de développer, dans le courant surtout des années d'après-guerre un volume d'affaires inusité. Dans le courant de son existence, ce puissant régulateur a enregistré aussi des échecs, en regard de nombreux succès, mais sans que jamais ses assises solides en aient été le moins du monde ébranlées. Une puissance de réaction peu commune détermine sur ce marché les fluctuations les plus violentes, et aussi les plus inattendues. Mais en période de hausse vertigineuse, comme en période d'effondrement, un optimisme sans borne soutient les esprits, qui se rendent compte que la Bourse n'est qu'un incessant renouvellement.

La constitution politique des Etats-Unis a été définitivement reconnue en 1789 seulement. Les besoins pécuniaires du nouvel Etat déterminèrent des émissions de fonds publics fréquentes qui suscitèrent les premières transactions et les premières spéculations. La personnalité d'Alexandre Hamilton, né de père écossais et de

mère française, domine cette période initiale d'expansion. De parents pauvres, il reste et meurt sans fortune. Orateur brillant, fin lettré, organisateur incomparable, il crée notamment la Société des Manufactures de New-Jersey, « le premier établissement industriel qui vendit des actions au grand public ». La consolidation projetée des dettes d'Etat détermine une animation intense. Les capitalistes bien informés rachètent en quantités massives les certificats, à quinze ou vingt pour cent de leur valeur. Les négociateurs se réunissent dans les débits de Wall Street, déjà occupé du côté Est par un petit groupe de « vendeurs aux enchères ». L'activité des banques qui commence à se manifester vers 1790 contribue également à développer ces transactions. « Les valeurs et les rentes, écrit déjà Madison, sont au foyer les seuls sujets de conversation¹ ». Enfin, le 17 mai 1792, vingt-quatre intermédiaires entreprenants créent une association en vue de négocier des valeurs mobilières, en s'engageant à percevoir une commission minimum de un quart pour cent sur ces transactions. Ces brokers avant la lettre créent ainsi le marché, jusqu'alors inexistant. La génération est spontanée².

Cette organisation rudimentaire ne devait pas tarder à évoluer. Des améliorations furent tentées en 1817. Le 27 février de cette même année, l'association prit le nom de *New-York Stock and Exchange Board*. Les principaux courtiers, au nombre de vingt-sept, fixèrent à un quart et à un demi pour cent selon les titres, les

1. EDWARD J. MEEKER, *The Work of the Stock Exchange*, nouvelle édition revue, New-York, 1930, pp. 61-85. ROBERT IRVING WARSHOW, *Wall Street*, traduction française par Pierre Coste, Paris, 1930.

2. MICHEL CARSOW, *Evolution historique de la Bourse de New-York*, dans *Journal des Economistes* du 15 mai 1931, pp. 153-163.

limites dans lesquelles pouvaient varier les montants de leurs courtages. Entre 1817 et 1827 les séances commencèrent à 11 h. 30, sans limitation de durée. A cette époque, les brokers étaient encore de modestes intermédiaires opérant pour compte de tiers.

Au dix-neuvième siècle on assiste à l'essor du marché. Les grandes inventions, la vapeur, les chemins de fer, bouleversent les fondements de l'économie nationale. Le premier bateau à vapeur a déjà remonté l'Hudson en 1807. Les entreprises de navigation se développent et ne tardent pas à donner au marché une impulsion décisive. Les journaux commencent à s'intéresser vivement à la Bourse et publient des listes de valeurs. En 1821 certaines émissions sont souscrites jusqu'à vingt fois. La première ligne de chemin de fer est construite en 1830. Les actions ferroviaires deviennent d'emblée l'objet de transactions actives, non seulement à New-York mais aussi à Londres, où les titres de chemins de fer américains sont introduits dès 1838. Les grands spéculateurs, les « manipulators », apparaissent vers cette époque à la Bourse de New-York. Mais haussiers ou baissiers, la plupart finissent misérablement, après avoir connu une gloire éphémère et entraîné dans leur débâcle, comme de nos jours, un entourage trop avide et confiant.

Dès 1836 on voit apparaître, à côté du Stock and Exchange Board un concurrent : le *New Board*, où des transactions analogues sont effectuées par des personnages sans « commerce ni profession », gens du monde ruinés, hommes politiques en disgrâce, ou simplement « fainéants », au dire des contemporains. Mais dès 1848 ce marché sera absorbé par l'ancien Stock and Exchange

Board, mieux organisé, plus puissant, transporté à partir de 1842 dans le nouvel immeuble du Merchant's Exchange. Les séances durent de 10 h. 30 à midi, et reprennent à 14 h. 45. Les brokers siègent gravement autour d'une grande table, vêtus de l'habit à queue et du chapeau haut de forme. Le Président appelle les valeurs et le secrétaire enregistre les transactions.

L'activité boursière ne cesse de se développer entre 1850 et 1880. Les titres de chemins de fer restent toujours les vedettes du marché, que domine à partir de 1850 la personnalité puissante d'un Vanderbilt, optimiste irréductible, autour duquel gravitent des personnages secondaires, un Daniel Drew, successivement « clown, marchand de bestiaux et aubergiste », « mauvais génie du marché » qui sombre dans la ruine et le déshonneur, un Jay Gould qui affirme que « l'honnêteté est la meilleure règle de conduite » et que l'instruction est utile pour se défendre contre « des frères plus éclairés ». La découverte de l'or (1850) et la guerre civile de 1861-1865) favorisent intensément les transactions, ce qui engage un groupe d'intermédiaires indépendants à créer à côté du marché officiel, dès 1864, un autre marché, *The Open Board of Brokers*, où se traitent les mêmes opérations.

L'action des pétroles commence à se faire sentir dès 1860, sous l'impulsion de Rockefeller, qui ne tardera pas à conquérir le monopole de cette matière première. L'activité de la Bourse, sensiblement accrue sous l'influence conjuguée de ces divers facteurs implique un remaniement complet de l'appareil technique. La Bourse actuelle le *New-York Stock Exchange*, se trouvera constituée en 1864 par la fusion du Stock and

Exchange Board avec le Open Board of Brokers et le Government Bond Department.

La multiplication prodigieuse des sociétés industrielles, et la surcapitalisation de nombreuses compagnies échaffaudées par des « audacieux ignorants » n'ayant dans leurs entreprises aucuns intérêts durables, aboutit à la crise de 1893, qui dure trois ans. Enfin, le vingtième siècle est une période d'expansion sans égale. L'acier, devenu sous l'influence de Carnegie un facteur économique puissant, donne à la métallurgie et aux sociétés métallurgiques un vigoureux essor. Le public témoigne toutefois, vers la fin du dernier siècle encore, une certaine réserve à l'égard des valeurs d'industrie. Mais la Bourse, en dépit de quelques fluctuations défavorables dans les premières années du siècle, développe ses transactions. Le Stock Clearing House, créé en 1892 et transformé en 1920 en Stock Clearing Corporation, vient perfectionner l'organisation du marché. En 1910, les valeurs industrielles sont admises au marché officiel et lui impriment, avec les Public Utilities, un essor sans précédent.

Enfin dans le courant de ces dernières années, les Sociétés de placement, les *Investment Trusts* favorisent tout particulièrement les opérations boursières. L'analyse de ces organismes spéciaux, tantôt créés en vue de la protection de l'épargne (type anglo-écossais) tantôt en vue de la spéculation (type répandu aux Etats-Unis, où cependant le premier type coexiste) dépasse le cadre de notre exposé¹.

1. Sur cette question, voir: JACQUES DELANDER, *Les Investment Trusts*, Paris, 1929; GAEL FAIN, *Les Compagnies de placement en France, en Angleterre et aux Etats-Unis*, brochure, Paris, 1930; Christian Lazard, *Les*

Le New-York Stock Exchange actuel, l'association boursière la plus puissante qui soit au monde permet de mesurer la distance qui sépare cette organisation comprenant près de 1375 membres et pouvant négocier plus de seize millions de titres en une seule séance, du modeste groupement de 1792. Ce résultat est dû à l'esprit de corps remarquable d'une association privée, à ce sens de la coopération, le trait le plus saillant peut-être du caractère américain, ces « fils de dix races et de trente pays », qui voient dans le travail, la persévérance et l'effort, les seuls générateurs efficaces du succès.

Organisation du marché.

Le New York Stock Exchange est une association libre (*unincorporated association*), indépendante des pouvoirs publics. Elle se compose actuellement de 1.375 membres, régis par une « constitution » (*The New-York Stock Exchange Constitution*), dont les origines remontent à 1792. Depuis, cette constitution a été maintes fois remaniée et adaptée aux circonstances. C'est un statut librement adopté par l'assemblée générale des membres, et non un règlement imposé par l'Etat. L'actif de l'association provient du versement des cotisations de ses membres.

L'objet du Stock Exchange est de faciliter les transactions en valeurs mobilières. A cet effet, il réserve

Sociétés de placement, dans la *Revue des Deux-Mondes* du 1^{er} février 1931; nos articles dans *L'Information* du 3 janvier 1930 (principes de la répartition des risques), *Banque* du mois d'avril 1930 (Investment Trusts et crises boursières), *Mon Bureau* du mois de mai 1930 (différences entre les Investment Trusts et d'autres formes de sociétés).

à ses membres des locaux convenables, maintient parmi ses adhérents les principes traditionnels de probité commerciale et d'honneur : « Its object shall be to furnish exchange rooms and other facilities for the convenient transaction of their business by its members, as brokers; to maintain high standards of commercial honor and integrity among its members; and to promote and inculcate just and equitable principles of trade and business ».

Administration. — Le New York Stock Exchange est administré par un Comité de direction (*Governing Committee*) composé de quarante deux membres, ou gouverneurs (*governors*). Ils sont élus par l'assemblée générale des membres du Stock Exchange pour une durée de quatre ans. Le Président (*President of the New York Stock Exchange*) et le trésorier (*Treasurer*) sont réélus annuellement. L'Assemblée générale désigne également un ou plusieurs vice-présidents. Le Comité de direction choisit, en dehors de son sein, un secrétaire (*secretary*), un secrétaire-adjoint (*first assistant secretary*) et un chef comptable (*accountant*). Un président-adjoint (*Assistant to the President*) et un économiste qualifié (*Economist*) font également partie du personnel dirigeant du New York Stock Exchange. Le Comité de direction est secondé dans sa tâche par douze sous-comités principaux. Une sphère d'action très exactement délimitée est réservée à chacun d'eux.

Le Président est investi du pouvoir exécutif. Il préside l'assemblée générale, applique les règlements. La trésorerie est entièrement centralisée entre les mains du trésorier qui reçoit ses instructions du Comité fi-

nancier. Le secrétaire est, généralement, un ancien « governor » du Stock Exchange, retiré des affaires et choisi par le Comité de direction. Ses attributions sont nombreuses et variées.

Les gouverneurs touchent des jetons de présence pour les séances du Comité de direction auxquelles ils sont amenés à participer. En dehors de cette modeste allocation, leurs fonctions sont entièrement gratuites. Chacun d'eux fait partie d'un ou plusieurs sous-comités.

Les fonctions législatives, judiciaires et disciplinaires appartiennent au Comité de direction. Depuis 1869 surtout (date de la fusion du *Old Board*, du *Open Board of Brokers* et du *Government Bond Department*) ses pouvoirs sont très étendus. Il a la faculté de suspendre ou d'expulser tout membre dont les agissements n'auraient pas été conformes aux lois de la probité et de l'honneur, qui aurait violé la constitution, accompli des actes préjudiciables aux intérêts du marché, ou négligé d'observer les décisions du Comité de direction. Le pouvoir disciplinaire lui appartient également; les votes ont lieu à la simple majorité des voix; le Comité de direction prononce l'amende, la suspension ou l'expulsion. Toute accusation formulée contre un membre du Stock Exchange doit être présentée par écrit¹.

Les principaux sous-comités qui assument la surveillance et la direction effective du marché sous tous ses aspects multiples sont les suivants :

1. En réalité, le Comité de direction délègue une partie de ses pouvoirs disciplinaires à certains sous-comités, notamment au Comité de surveillance et au Comité des commissions et des cours (pour tous les cas peu importants, comportant des pénalités peu sévères).

1^o Comité de la Constitution (*Committee on Constitution*), composé de cinq membres. Il examine toutes les modifications qu'il a lieu d'apporter à la Constitution de la Bourse de New York.

2^o Comité d'admission des membres (*Committee on Admissions*), composé de quinze membres. Il examine toutes les demandes d'admission ou de réintégration.

3^o Comité d'admission des valeurs à la cote (*Committee on Stock List*), composé de cinq membres. Il reçoit et examine les demandes d'admission des titres à la cote officielle.

4^o Comité des commissions et des cours (*Committee on Commissions and Quotations*), composé de neuf membres. Etablit les tarifs de courtage, les règles relatives aux participations dans les charges des brokers, celles concernant la création des succursales (*branch offices*), des maisons de commission. Il délivre les autorisations nécessaires en vue de l'installation d'un *ticker* (appareils télétype permettant de transmettre par écrit les cours à distance), et refuse ces autorisations à certains indésirables, notamment aux *bucket shops*¹.

5^o Comité de surveillance (*Committee on Business Conduct*), composé de cinq membres. Il assure la police du marché et a pour objet de surveiller les membres de la Bourse, de poursuivre et de punir ceux d'entre eux qui ne se seraient point conformés aux règles de l'éthique professionnelle et de l'honneur. Il surveille éga-

1. Bureaux dont les tenanciers ne sont pas membres du Stock Exchange et n'exécutent pas effectivement les ordres de la clientèle. Ils se bornent à payer ou à recevoir les différences de cours résultant de paris effectués par la clientèle contre versement non d'une marge normale, mais d'un acompte minime (voir J. FREIDSON, *La Bourse de New-York*, Paris, 1928, thèse).

lement, les comptes de la clientèle des membres de la Bourse et les fluctuations des cours, afin de prévenir, dans la mesure du possible, les manœuvres spéculatives, il a par conséquent un droit de regard dans tous les livres des membres du Stock Exchange.

6° Comité d'aménagement (*Committee of Arrangements*), composé de sept membres. Il surveille les bâtiments, le télégraphe, le téléphone, le personnel de la Bourse, les transactions du Parquet, *floor*. Il examine également les plaintes relatives à l'inobservation des règlements.

7° Comité des titres (*Committee on Securities*), composé de cinq membres. Il examine toutes les questions relatives aux livraisons de titres, et statue sur l'exécution de toutes obligations découlant des transactions.

8° Comité juridique (*Law Committee*), composé de neuf membres. Il examine et tranche tous les différends résultant de transactions officielles entre membres du Stock Exchange, ou bien entre ces derniers et des tiers. Il peut être fait appel de ses décisions devant le Comité de direction.

10° Comité d'insolvabilité (*Committee on Insolvencies*), composé de trois membres choisis parmi les quinze membres du Comité d'admission des membres. Il examine les causes de toutes les suspensions de paiements ou de faillites des membres de la Bourse.

11° Comité financier (*Finance Committee*), composé de sept membres. Il examine et approuve, s'il y a lieu, les comptes de l'association, et en réfère au Comité de direction.

12° Comité de publicité (*Committee on Publicity*, précédemment Comité de la bibliothèque, *Committee on Library*), composé de cinq membres. Maintient un étroit contact avec les Universités, collèges, institutions économiques ou statistiques, etc.

Le comité de direction désigne, d'autre part, des sous-comités temporaires, auxquels il appartient d'étudier des questions spéciales qui ne sauraient être prévues dans les règlements. Il existe également plusieurs sous-comités permanents de moindre importance. On ne saurait omettre de signaler le rôle d'un fonctionnaire spécial, *The Chairman of the Board*, qui préside aux séances du marché, annonce leur ouverture et leur fermeture, veille à l'ordre intérieur du Stock Exchange. Ses fonctions sont rétribuées. Parmi le personnel de la Bourse il y a lieu de mentionner les téléphonistes, les préposés aux tubes pneumatiques, les *reporters*, qui transmettent les cours des transactions aux appareils télétype permettant d'actionner simultanément tous les tockers des Etats-Unis.

Admission des membres du Stock Exchange. — Pour être membre du Stock Exchange il y a lieu d'acquérir une des 1375 parts, ou « sièges » (*seat*) qui constituent l'association boursière. En 1792 le nombre des adhérents était de vingt quatre. Vingt huit en 1817. Il monte à 1060 en 1869 et ne tarde pas à être porté à 1100. Enfin en 1929, il atteint le chiffre actuel.

Le prix des sièges, cessibles par vente sous certaines conditions, varie selon la loi de l'offre et de la demande. En 1860 il était possible d'acquérir un siège pour la somme de \$ 500. En 1871 le prix atteint \$ 2750, en 1882

il monte à \$ 32.500. Pendant les années de crise, 1884, 1893, 1896, les prix fléchissent respectivement à \$ 20.000, 15.250, et 14.000. En 1901, par contre, des ventes sont effectuées à \$ 80.000. En 1909, le prix d'un siège atteint \$ 96.000, et en 1920 un prix record de \$ 115.000. Enfin en février 1929, un siège fut acheté pour la somme de \$ 625.000 !

Tous les membres officiels du Stock Exchange doivent être titulaires d'un siège. Seuls ils ont la faculté de traiter en Bourse, leurs associés et leurs commis bénéficient exceptionnellement de cette prérogative. Il est permis à plusieurs membres occupant plusieurs sièges d'être associés dans une même charge. Mais le sous-comité compétent doit être sollicité à cet effet et donner son approbation préalable.

Chaque candidat doit satisfaire à certaines conditions déterminées. Notamment, être citoyen des Etats-Unis, parfaitement honorable, jouir d'une bonne santé, être exempt de condamnations judiciaires (dans le cas où une action de cet ordre serait en cours, en exposer le motif et les causes), être solvable, posséder une certaine fortune, ne pas avoir de dettes¹, être recommandé par deux membres du Stock Exchange qui le connaîtraient personnellement depuis deux ans au moins, présenter trois attestations écrites de personnes honorablement connues et certifiant son intégrité, obtenir l'agrément du membre sortant ou de ses successeurs, présenter un *curriculum vitae* détaillé, et enfin obtenir du Comité

1. Si le candidat doit se procurer les fonds nécessaires à l'acquisition de son siège, les sommes avancées par les tiers à cet effet doivent être mises à sa disposition non sous forme d'avance, de prêt mais de don. Et ce don ne saurait, par la suite, être transformé en dette.

d'admission au moins dix votes favorables (sur quinze votants).

Chaque membre paie un droit d'entrée (*initiation fee*) de \$ 4000. La cotisation annuelle est fixé à \$ 1.000. Elle était de \$ 400 en 1842.

Les membres de la Bourse de New-York, à la différence des agents de change de Paris, ne sont pas solidairement responsables de leurs engagements. Ils ont le droit, d'autre part, d'effectuer sur le marché des opérations pour leur propre compte, ou pour celui de leur maison. En cas d'insolvabilité un membre de la Bourse peut être suspendu jusqu'à extinction de ses dettes. A l'expiration d'un délai de un an son siège peut être vendu d'office, dans le cas où il n'aura pas fait honneur à ses engagements.

Les transactions en Bourse constituent le monopole exclusif des membres qui, selon leur rôle et leurs attributions, sont partagés en plusieurs catégories.

Diverses catégories de membres du Stock Exchange.

— Les membres admis à traiter sur le marché effectuent des opérations soit pour leur propre compte, soit pour compte de tiers, soit encore pour compte d'autres membres du Stock Exchange. Ainsi les gros capitalistes, anciens brokers qui ont conservé leur siège en Bourse qui ne font plus figure de membres actifs, font exécuter leurs ordres par d'autres membres du marché.

Parmi les membres actifs il y a lieu de distinguer les « dealer », ou « traders » d'une part, et de l'autre les « brokers ».

A) Le *dealer* ou *trader* travaille pour son propre compte. Son bénéfice résulte des écarts de cours qu'il

arrive à réaliser. Le dealer de New-York peut, dans une certaine mesure, être comparé au *jobber* de Londres, à cette réserve près toutefois, que la différence entre le *jobber* et le broker à Londres est plus nette que celle entre le dealer et broker à New-York¹. Le dealer ne possède généralement pas de bureaux, il en loue dans une maison de commissions, par l'entremise de laquelle il compense ses opérations.

B) Les *brokers*, commissionnaires ou intermédiaires, effectuent des transactions en cette qualité. Ils prélèvent, en rémunération de leurs services un courtage, et peuvent être subdivisés en plusieurs catégories :

1. *Commission brokers* ou *stockbrokers*, qui sont, pour ainsi dire, les agents de change du marché de New-York. A la différence toutefois des agents de change du marché de Paris ce ne sont pas des officiers ministériels et ainsi qu'il a été dit plus haut, ils ont la faculté d'opérer pour leur propre compte. La clientèle effectue toutes ses opérations par leur entremise. Les *stocks brokers* ont généralement plusieurs associés avec lesquels ils constituent une « maison de commissions » (*commission house, brokerage-house*), sous forme de société en nom collectif (*partnership*), dont les associés (*partners*) s'appellent tous « *commission brokers* » et peuvent être titulaires de sièges en Bourse. Le caractère

1. Le *jobber* de Londres n'est en aucun cas autorisé à percevoir une commission sur les ordres exécutés pour compte du broker, dans les fonctions duquel il ne saurait s'immiscer, tandis que le *dealer* de New-York peut fort bien agir en qualité de *stockbroker* et exécuter des ordres en prélevant une commission, à condition toutefois de ne point simultanément s'assurer dans une même opération une commission de broker et un bénéfice (qui selon le risque peut se traduire parfois par une perte) de dealer proprement dit.

des brokerage houses varie selon la nature de leur activité. Certains limitent leur clientèle à un petit nombre de clients importants; d'autres, au contraire, s'adressent aux couches les plus diverses de l'épargne, et drainent leurs ordres sur le *floor* par l'entremise de nombreuses succursales (*branch offices*) disséminées à travers le pays, ou par celle de correspondants étrangers. Certaines maisons ont même installé des bureaux à bord de grands transatlantiques.

Les commissions brokers exécutent eux-mêmes la plupart des ordres de leurs clients. S'ils sont trop chargés, ils en confient une partie aux « two dollars brokers », les ordres d'une exécution plus délicate peuvent être transmis aux « specialists », et les ordres inférieurs à l'unité de quotation, 100 titres, aux « odd-lot dealers ».

II. *Two dollars brokers*. Ces intermédiaires ne font partie d'aucune maison de commission et ne possèdent généralement pas de bureaux. Ils ne traitent ni pour leur propre compte, ni pour compte de clients, mais pour compte d'autres membres de la Bourse, soit que ces derniers ne puissent exécuter personnellement tous les ordres reçus, soit qu'ils ne veuillent point le faire directement. Les two dollars brokers servent par conséquent d'intermédiaires aux autres intermédiaires, auxquels, en période active surtout, ils accordent un concours très appréciable. Leur courtage, actuellement fixé à \$ 2,50 pour cent titres, était autrefois de \$ 2 : d'où leur nom

III. *Specialists*. Les spécialistes sont des brokers spécialisés dans les transactions en une ou plusieurs

valeurs déterminées. Ils ont la faculté de travailler soit pour leur propre compte, soit pour compte d'autres membres du Stock Exchange qui ne peuvent, simultanément, se trouver auprès de plusieurs *posts* différents où cotent les valeurs qui les intéressent. Dans les cas où les spécialistes opèrent pour compte d'autres membres de la Bourse, ils perçoivent une commission également fixée à \$ 2,50 par cent titres. Ils exécutent notamment, pour compte des autres brokers, les ordres qui nécessitent une présence permanente près d'un post, tels les ordres à cours limité (*stop orders*) dont la limite est éloignée des cours pratiqués en bourse. Il en sera question par la suite.

IV. *Odd-lot dealers*. Les opérations à la Bourse de New-York portent sur des quotités de 100 titres, ou multiples de cent (*full lot, round lot*). Les fractions inférieures, c'est-à-dire les ordres de 1. à 99 titres, s'appellent *odd-lot*. Les *odd-lot dealers* sont spécialisés dans ce genre de transactions. Ils servent d'intermédiaires exclusivement aux commissions brokers, qui perçoivent de leurs clients le courtage normal. Mais les *odd-lot dealers* ne perçoivent aucune commission sur les affaires traitées (de même les « *jobbers* » de Londres, et les « *dealers* » de New-York, quand ils opèrent en cette qualité). Leur bénéfice résulte des différences de cours qu'ils arrivent à réaliser sur les transactions qui leurs sont confiées. En effet, un *odd-lot dealer* doit réunir plusieurs ordres *odd-lot* avant de constituer la quotité négociable de 100 titres. Aux acheteurs il vendra un huitième ou un quart de point au-dessus du cours qu'il va payer, aux vendeurs il achètera avec le même écart en dessous. Ces opérations sont

très nombreuses et nécessitent un personnel considérable. Il existe relativement peu de sociétés constituées en vue de ces opérations. Certaines se composent d'une vingtaine de membres du Stock Exchange réunissant des capitaux très importants. Elles sont désignées sous le nom de *odd-lot houses*. Il en existe actuellement trois.

Admission des titres à la cote officielle. — Toute demande d'admission d'une valeur à la cote est soumise au *Committee on Stock List* qui émet son appréciation. Le Comité de Direction statue en dernier ressort. Les intéressés sont tenus de soumettre :

I. Une demande d'admission, *application for listing*. Cette demande doit mentionner la raison sociale de la société, la date de constitution, la durée, la nature de son activité, le montant du capital social versé, les noms et adresses des dirigeants responsables (*officers*), du greffier (*registrar*), les actions privilégiées, les actions d'apport, etc. Une demande d'admission relative aux obligations comporte toute une série d'indications supplémentaires, notamment les noms et adresses des « trustee », les modalités d'amortissement, les gages, etc.

II. Un questionnaire relatif à la date de publication des bilans, à l'arrêté des comptes pour le paiement des dividendes, etc.

III. La répartition des titres entre les actionnaires, en indiquant les noms des dix plus gros actionnaires et certifiant qu'aucun syndicat ne contrôle les actions.

Il y a lieu, également de présenter dix copies des statuts (*by-laws*), dix copies de l'acte de constitution

(*charter of incorporation*) dix copies des contrats, baux et autres engagements minutieusement indiqués¹.

Ordres de Bourse. — Les ordres de bourse peuvent être donnés sous plusieurs formes :

I. *Market order*, ordre « au marché », c'est-à-dire immédiatement exécutable².

II. *Limited order*, ordre à cours limité, exécutable dès que la limite fixée aura été atteinte.

La validité de ces ordres peut être fixée à un jour, à une semaine (G. T. W. *good this weeck*), à un mois (G. T. M. *good this month*). Ils restent valables jusqu'au samedi inclus, à moins d'être passés jusqu'à révocation effective (*good till conterdemended*). Les ordres à révocation effective portant sur des *actions* sont valables indéfiniment, ceux qui portent sur des *obligations*, tombent automatiquement le dernier samedi de chaque mois et sont sujets à renouvellement.

III. *Stop orders*. Ces ordres ont pour but de limiter une perte éventuelle à l'écart entre le cours d'exécution de cet ordre sur le marché et le cours auquel sera éventuellement effectuée l'opération en sens contraire, ceci dès que la limite fixée au moment de la passation de l'ordre initial aura été atteinte ou dépassée. Un *stop loss order* (textuellement, « ordre arrêtant la perte ») se présente sous la forme suivante : Jean passe un ordre d'achat de 100 actions « Z » *market* (le cours coté est de \$ 96)

1. Pour plus amples détails, consulter J. EDWARD MEEKER, *op. cit.*, p. 551 et suiv.

2. Les ordres « au mieux » dans ce sens que leur exécution est laissée à la discrétion de l'intermédiaire, censé agir au mieux des intérêts de son client, sont en principe interdits.

et simultanément il donne à son broker l'ordre *on stop* de les revendre si le cours venait à fléchir en dessous de \$ 90. En dessous de ce cours son ordre *on stop* se trouve automatiquement exécuté. En admettant que ses titres aient été achetés à \$ 96 et qu'une baisse ait été consécutive à l'achat, sa perte se trouvera limitée à \$ 6 par titres. Pour une vente l'ordre *on stop* est donné en sens inverse.

IV. *Give-up orders*. Les ordres *give-up* sont des ordres passés à un broker quelconque par le client attiré d'un autre agent du marché. Le broker occasionnel se renseigne auprès du broker attiré sur la position du client en question et effectue l'opération en lieu et place du broker attiré avec lequel il partage la commission. Ainsi Jean, client du broker John, se trouve de passage à Philadelphie, où son agent ne possède pas de bureaux. Jean se présente aux guichets du broker Smith, qui possède des bureaux en cette ville, mais chez lequel Jean n'a pas de compte. Le broker enregistre l'ordre de Jean qu'il ne connaît point, et qui lui indique le nom de son broker habituel, John. Smith se renseigne immédiatement auprès de John sur la position de Jean, et en cas de réponse satisfaisante fait immédiatement exécuter l'ordre de Jean sur le marché de New-York. Jean reçoit un avis d'opéré du broker Smith, mais l'opération sera portée sur le compte de Jean chez son broker attiré John.

Nature des transactions. — *Il n'existe pas de marché à terme à la Bourse de New-York. Toutes les opérations effectuées entre membres du Stock Exchange sont réglées au comptant.* Les transactions ont lieu chaque

jour entre 10 heures du matin et 15 heures. Le samedi entre 10 heures et midi. Aucune transaction ne saurait être valablement effectuée en dehors de ces heures.

Les actions sont toutes nominatives. Leur transfert peut être effectué, comme pour les chèques, par simple endossement. Mais les livraisons ne souffrent aucun retard. Très souvent les titres achetés restent au nom du broker, par l'entremise duquel l'opération a été effectuée, afin de pouvoir être revendues, le cas échéant, avec un minimum de formalités. *Les obligations sont généralement au porteur.*

Les opérations sont effectuées à la criée. Auprès de chaque *post* se tiennent des brokers, des specialists, des odd-lot dealers. Celui d'entre eux qui désire négocier une des valeurs se traitant à ce post (chaque valeur se traite auprès d'un « post » déterminé, toujours le même, ils sont actuellement au nombre de douze) crie le cours auquel il achète ou il vend. Le premier qui répond à une offre de vente par : *take it*, « je prends », ou à une offre d'achat par : *sold*, « vendu », effectue la transaction. Souvent un simple signe de tête suffit. Les parties intéressées remplissent un *order slip*, fiche qu'elles transmettent chacune à leur téléphoniste. Ces derniers communiquent immédiatement les réponses à leurs bureaux respectifs, qui les transmettent aux donneurs d'ordres. La rapidité des transactions permet au client d'obtenir une réponse environ deux minutes après la passation de l'ordre. Au moment même où la transaction s'effectue un employé spécial du Stock Exchange, le *reporter*, note la transaction et en transmet le détail à l'un des postes télétypes du Parquet, qui actionnent les tickers récepteurs des Etats-

Unis. Ces derniers reproduisent le symbole de la valeur (les valeurs sont toutes indiquées par des abréviations ainsi *United States Steel*, par « X »; *General Motors*, par « G. M. »), le nombre des titres négociés et le cours de la transaction.

Règlement des opérations entre membres du Stock Exchange. — Entre membres du Stock Exchange, entre brokers, les opérations peuvent être réglées de différente manière :

I. *Cash*, lorsque les parties exécutent les clauses du contrat le jour même de la négociation;

II. *Regular*, quand la livraison des titres et le paiement de leur montant ont lieu le jour suivant, avant 14 h. 15. Les négociations effectuées le vendredi et le samedi sont réglées le lundi suivant;

III. *At three days*, quand le contrat est exécuté le troisième jour de bourse après la transaction;

IV. *Buyers* ou *sellers option*, quand l'exécution du contrat se trouve reculée à une échéance placée entre le quatrième et le sixantième jour de bourse après la transaction. Dans l'option d'achat (*buyers option*), l'acheteur peut, sans préavis, payer le prix d'achat et exiger la livraison des titres à n'importe quel moment dans le courant du délai déterminé. Dans l'option de vente (*sellers option*), le vendeur peut livrer les titres et en exiger le paiement à n'importe quel moment de cette période, mais avec préavis de un jour, fait la veille avant 14 h. 15 au plus tard.

Toutes les opérations correspondant aux *primes* des marchés européens, et ne comportant pas de transactions effectives, sont strictement interdites.

Entre brokers, ainsi qu'il a été observé, les règlements des opérations ont tous lieu au comptant. Toutes les négociations sont intégralement réglées au moment de la livraison des titres, indépendamment du fait que les clients ayant effectué des opérations « avec marge » n'ont pas versé le montant intégral de la transaction, ni remis les titres.

Plusieurs modalités, soumises à des règles déterminées, peuvent d'autre part être envisagées pour les transactions effectuées par les membres du Stock Exchange.

I. *Crossing orders*, ou « ordres compensés ». Un broker reçoit deux ordres en sens contraire, émanant de deux clients différents. Ordres de vente et d'achat d'une même quantité de valeurs déterminées, au même cours. Avant d'effectuer la compensation de ces ordres, le broker est tenu d'offrir sur le marché les titres du vendeur avec un écart de cours d'un huitième de point en faveur de ce dernier. Ainsi, un broker relève sur son carnet un ordre d'achat de 200 Canadian Pacific (indiqués par symbole « C. P. ») à \$ 190, et un ordre de vente de 200 C. P. au même cours. Avant d'effectuer la compensation, il devra offrir sur le marché 200 C. P. à \$ 190 *et un huitième*. S'il ne trouve pas preneur à ce cours, il pourra compenser les deux ordres. Ceci permet de sauvegarder les intérêts des vendeurs, tout en évitant aux ordres compensés le reproche d'être des opérations fictives, celles-ci étant strictement interdites.

II. *Stopping stock*, opérations spéciales, effectuées entre intermédiaires, et qu'il ne faut point confondre avec les « stop orders » de la clientèle, dont il a été question plus haut. Ces opérations ont pour objet de per-

mettre à deux parties qui désirent conclure une transaction sur une valeur peu active, ou bien à un cours éloigné des cours cotés, de ne point se manquer dans le cas où la cotation attendue viendrait à se produire. Ainsi Jean se propose de vendre au mieux 100 titres d'une valeur inactive. Arrivé près du « post » où se traite la valeur, le broker Jean constate que les titres sont demandés à 63, offerts à 68. Le broker Jean s'adresse au specialist Pierre qui lui dit : « Je suis acheteur de 300 titres à 63, j'en arrête 100 avec vous » (c'est-à-dire que, si une transaction officielle se trouve effectuée à 63, la négociation *privée* entre Jean et Pierre se trouvera de ce fait conclue à ce même cours). Un instant après le broker Charles offre 300 titres sur le marché, Pierre en achète 200 à 63 (solde de son ordre d'achat de 300. Simultanément, la transaction entre Pierre et Jean (portant sur 100 titres à 63) se trouve effectuée, mais seule la transaction de 200 titres entre Pierre et Charles sera enregistrée par le ticker. Les stop-ping-orders ne bénéficient point de cette publicité. Dans le cas où une opération de ce genre serait effectuée à l'ouverture de la séance elle ne comporterait aucune limite de cours mais serait effectuée « fair opening », c'est-à-dire à un cours moyen entre le plus haut et le plus bas cours d'ouverture. Admettons que Jean vende à Pierre 100 titres « fair opening ». Deux opérations portant respectivement sur 300 titres à 196 et 200 titres à 195 sont effectuées à l'ouverture du marché. La transaction entre Jean et Pierre se trouvera conclue à 195 et demi. Mais seules les deux transactions portant sur 300 titres à 196 et 200 titres à 195 seront enregistrées par les tickers. Cette particularité du non

enregistrement des « stopping orders » par les appareils télétypes n'est pas sans intérêt en ce qui concerne le volume des affaires traitées.

La **clientèle** peut effectuer les opérations suivantes :

I. *Purchasing outright*, achat au comptant. L'acheteur règle le prix entier de la transaction, y compris les frais. Il peut lever les titres. Dans ce cas, les certificats d'actions, — qui sont tous nominatifs, — sont transférés à son nom. Mais il peut également les laisser chez son broker afin d'en faciliter la vente. Les titres sont alors déposés sous le dossier du client, mais restent au nom du broker. Le client peut toutefois en disposer à son gré, et il touche les dividendes et revenus auxquels le titre donne droit.

III. *Selling outright*, vente au comptant. Cette opération n'appelle aucune explication particulière. Le vendeur qui négocie en son propre nom est tenu d'endosser le certificat d'action qu'il remet au broker, afin que ce dernier puisse le livrer ensuite à l'acheteur.

IV. *Purchasing on margin*, achat « avec marge », une des particularités du marché de New-York qui y tient lieu d'achat à terme, pour ainsi dire.

En effet, si toutes les opérations effectuées entre membres du Stock Exchange, entre brokers, doivent toutes être intégralement réglées au comptant, il n'en est pas de même en ce qui concerne les donneurs d'ordres. Dans le cas présent, les clients ne versent pas le montant intégral de l'opération, mais se bornent à déposer une couverture, en garantie de pertes éventuelles. Des suppléments de couverture peuvent être exigés par le broker en cas de fluctuations défavorables, qui rendraient la marge de garantie, déposée par le client, in-

férieure au montant déterminé par le règlement de sa maison de commissions. Le montant de la marge varie généralement entre 20 et 40 pour cent. Il n'existe pas de règles générales communes à toutes les maisons pour l'établir. Pratiquement, chaque maison emploie les formules et les méthodes de calcul qui lui apparaissent les plus adéquates.

Dans le cas où le client, dont la marge viendrait à fléchir, n'effectuerait pas le versement supplémentaire requis, le broker a la faculté de l'exécuter d'office (c'est-à-dire de vendre les titres si la position est « acheteur », de les racheter si la position est « vendeur »). En cas de marge suffisante, aucune limite de temps n'est fixée pour les opérations de ce genre, leur durée est illimitée. Le client paie au broker un intérêt sur le montant des sommes avancées par ce dernier. Le taux de cet intérêt, comparable au taux des reports pratiqués sur le marché de Paris, varie selon le taux moyen de l'argent à vue, du *call money*.

V. *Short sale*, vente à découvert. Le client, prévoyant une baisse des cours, vend des titres qu'il ne possède point, comptant les racheter par la suite à un cours inférieur. Il ne livre pas de ce fait les titres vendus à son broker. Mais ce dernier est tenu de les livrer dans les délais prescrits à sa contrepartie. Il devra, par conséquent emprunter les titres que son client ne possède point, de même que pour un achat « avec marge » il aura dû avancer les fonds qui manquaient à son client. Ce dernier dépose par conséquent une couverture qui assure au broker une marge de garantie suffisante en cas de hausse. Mais les ventes à découvert sont surtout effectuées par les professionnels, le public, dont

le sentiment est généralement porté vers l'optimisme, préfère les opérations à la hausse.

Un exemple, afin de rendre cette définition moins abstraite. Jean vend à découvert 200 C.P. par l'entremise de son broker John. Ce dernier effectue l'opération sur le marché avec, comme contrepartie, le broker Smith auquel il devra livrer les 200 C. P. que Jean ne possède pas. John empruntera à un de ses collègues, le broker Hill, les 200 C. P. contre versement de leur valeur intégrale au cours du jour. Ensuite, le broker John livrera au broker Smith les 200 C. P. qu'il vient d'emprunter et recevra de Smith le montant de leur contre-valeur en espèces; montant dont le client Jean ne peut disposer, et qui compense pour le broker John le versement en espèces qu'il a dû consentir à Hill pour emprunter les titres. En définitive, Hill contracte un prêt d'argent contre nantissement de titres, aussi est-il astreint à payer à John un intérêt, généralement inférieur au taux de l'escompte officiel. Mais quand le découvert est grand, les titres très demandés, le prêteur de titres Hill ne paie pas d'intérêts sur la somme reçue. On dit, dans ce cas, que les titres sont prêtés *flat*. Et si les titres sont extrêmement rares (c'est le cas quand il existe un découvert important), c'est au contraire le prêteur de fonds (emprunteur de titres) John qui devra payer un intérêt à Hill; état de choses qui correspond au *déport* du marché de Paris. Le client Jean ne paie d'intérêts à son broker John qu'en cas de déport.

De même que les prêts d'argent, les prêts de titres, *stock loans*, sont contractés en Bourse entre 9 h. 45 et 13 h. 30, puis entre 15 h. et 15 h. 30. Un emplacement déterminé est réservé à ce genre d'opérations.

Call Money. — Les prêts d'argent peuvent s'effectuer à vue, *call loans*, ou bien à terme, *time loans*. Le taux des prêts à vue est désigné sous le nom de *call money*.

Les *prêts à terme* sont consentis pour deux, trois ou six mois, à un taux légèrement supérieur au *call money* sans pouvoir toutefois, dans l'Etat de New-York, être supérieur à 6%. Les banques ne s'y prêtent que rarement. Ces prêts sont directement conclus entre le broker et le prêteur, ou le *money clerk*. Ils ne donnent pas lieu à des négociations en Bourse.

Les *prêts à vue* sont de beaucoup les plus fréquents. Les trois quart environ des prêts effectués sont des *call loans*. Ils sont consentis pour un jour, en principe, mais peuvent être prolongés par tacite reconduction. Le prêteur peut, à tout moment, exiger le remboursement de sa dette en avisant l'emprunteur avant midi quinze. Le taux des prêts à vue est illimité sur les montants supérieurs à \$ 5000, et dépend uniquement de la loi de l'offre et de la demande. La plupart de ces prêts sont consentis directement au Stock Exchange par les banques qui utilisent ainsi leurs disponibilités. Les opérations ont lieu, sur le marché, par l'entremise du *money clerk* et de ses adjoints, qui fixent le taux du *call money* et perçoivent sur les prêts effectués par leur intermédiaire une commission de un trente-deuxième pour cent. Les prêts à vue peuvent également être directement consentis aux brokers par les banques ou par des particuliers.

Par les banques ces prêts sont consentis contre dépôt de titres chez elles. Ce sont des avances sur titres, *collateral loans*, sur lesquels on prête environ 80 % de

leur valeur. Ces avances contre nantissement de titres sont comparables aux placements « en report » effectués sur la place de Paris, chez les agents de change ou chez les coulissiers. En plus de la garantie des titres qu'elles détiennent, les banques font signer à l'emprunteur un engagement, *agreement*, par lequel ce dernier autorise formellement la banque à réaliser les titres qu'elle détient en garantie de son avance, dans le cas où une demande de remboursement éventuelle viendrait à ne pas être satisfaite dans le délai voulu.

Valeurs mobilières. — Les valeurs mobilières traitées sur la place de New-York se divisent en deux catégories principales, les actions (*stocks, shares*), toutes nominatives, et les obligations (*bonds*). Les actions peuvent être : ordinaires (*common stocks*), de « préférence » (*preferred stocks*¹), sans valeur nominale (*no par value stocks*), correspondant dans une certaine mesure aux actions de jouissance². Les dividendes des titres peuvent être cumulatifs ou non cumulatifs. Ils sont généralement distribués chaque trimestre. Les cours sont cotés en dollars par titre, dividende compris. La valeur nominale des actions est généralement de \$ 100³.

1. Les actions ordinaires sont des valeurs à revenu variable, tandis que les actions *preferred* sont des actions à revenu fixe, sortes d'obligations de deuxième rang à intérêt non garanti (souvent cumulatif); à la différence des obligations, ces intérêts peuvent être suspendus sans qu'on puisse conclure pour cela à l'insolvabilité de la société. Généralement les intérêts aux actions *preferred* ne sont servis qu'après avoir donné satisfaction aux obligataires, d'autre part les dividendes aux actions ordinaires ne sont payés qu'après les intérêts aux actions *preferred*.

2. Contrairement aux actions de jouissance françaises, données en échange d'actions de capital remboursées, ces *no par value stocks* font souvent l'objet d'émissions régulières aux Etats-Unis. Sur 1.142 catégories d'actions américaines cotées en Bourse de New-York au 1^{er} janvier 1929, 478 représentaient des actions émises sans valeur nominale.

3. On trouvera un exposé sur le régime des titres nominatifs à la Bourse de New-York dans l'ouvrage de documentation professionnelle, *La Banque et ses services*, t. IV, pp. 359-362. Paris, 1931.

Les obligations, par contre, sont généralement au porteur (*coupon bonds*); il existe également des *coupon bonds registered*, obligations nominatives quant au capital, mais dont les coupons sont au porteur, et des *fully registered bonds*, obligations nominatives quant au capital et aux intérêts. Cette dernière catégorie d'obligations n'est généralement pas munie d'une feuille de coupons. Les intérêts sont payables directement par chèques. Les obligations sont cotées ex-dividende, intérêts courus non compris. Elles se traitent *and interest*, c'est-à-dire que le dividende donne lieu à un décompte supplémentaire en plus du cours coté, à moins que les intérêts n'aient pas été bonifiés pour une raison déterminée. Les intérêts se calculent sur la base de un mois de trente jours¹. Les opérations sont toujours effectives au comptant, les transactions « avec marge » sont extrêmement rares en ce qui concerne les obligations.

Le marché des obligations se tient dans une partie du « floor » dénommée *Bond Department*. Il se subdivise en trois sections.

- 1.) obligations d'Etat (*government bonds*), emprunts de guerre (*Liberty bonds*) et obligations de la Trésorerie.
- 2.) obligations de sociétés américaines (*corporation bonds*),
- 3.) obligations étrangères (*foreign bonds*).

L'unité de transaction en obligations est un nominal de § 1000. La valeur nominale de la plupart des obli-

1. Les *income bonds* et les *adjustment bonds* sont toujours traités « flat », c'est-à-dire intérêts compris (mais il n'est distribué d'intérêts à ces titres que si les bénéfices de la compagnie le permettent; ces obligations sont émises sous cette expresse réserve).

gations est de § 500 ou § 1000. Il n'existe sur le marché des obligations aucune organisation comparable aux odd-lot dealers du marché des actions. L'unité de cotation ne peut être fractionnée.

Stock Clearing Corporation. — La Chambre de Compensation de la Bourse (*Stock Clearing Corporation*) ne doit pas être confondue avec la Chambre de Compensation de New York (*New York Banking Clearing House*). La première a pour objet la liquidation quotidienne des transactions boursières, la seconde est une Chambre de compensation espèces, comparable à la Chambre de Compensation des Banquiers de Paris.

La création du New York Stock Exchange Clearing House, devenu en 1920 *Stock Clearing Corporation*¹, remonte à 1892. Jusqu'en 1920 son activité se borne à effectuer les compensations de titres. A partir de cette date, non seulement on compense plus de deux cent catégories diverses de titres, mais encore on compense les montants espèces se rapportant à toutes les transactions. Cette organisation, constituée en société au capital de \$ 500.000, compte actuellement près de 400 membres, qui seuls ont le droit d'effectuer les compensations. Les membres du marché officiel qui ne font pas partie de la *Stock Clearing Corporation* sont obligés de passer par l'entremise de leurs collègues qui sont membres de cette organisation, pour compenser leurs opérations. Chaque membre participe à la cons-

1. Compagnie subsidiaire du New-York Stock Exchange, dont les actions se trouvent entre les mains du Comité de direction de la Bourse (*Governing Committee*), agissant en qualité de « trustee » de tous les membres du New-York Stock Exchange.

titution d'un fond de réserve, en proportion du volume des compensations effectuées, sans toutefois que le montant de sa participation puisse être inférieur à \$ 10.000. En plus de ces versements, la responsabilité de chaque membre est engagée pour un montant supplémentaire égal à 100% de sa contribution. Une commission, *clearance charge*, établie à raison de 2 cents 1/2 par \$ 10.000 de titres compensés, permet de couvrir les frais généraux de l'organisation.

A partir de 1920 les opérations sont effectuées par deux sections distinctes : la branche de nuit et la branche de jour. La branche de nuit (*Night Clearing Branch*) fonctionne de 19 à 23 heures, et aussi le matin, vers 9 heures. Elle a succédé à l'ancien *Clearing House* et effectue les compensations de titres. La branche de jour (*Day Clearing Branch*), fonctionne de 9 heures à 17 heures. Son organisation est entièrement nouvelle. Elle effectue non seulement les compensations des montants en espèces, dus pour les transactions, mais aussi des montants des prêts sur titres. Son mécanisme est compliqué. Sans entrer dans le détail, qu'il suffise de dire qu'il s'adapte parfaitement à la structure du marché de New-York et facilite dans une sensible mesure le règlement des transactions.

Autres bourses de valeurs à New York. — En dehors du New York Stock Exchange, marché officiel des valeurs dont le fonctionnement vient d'être décrit, il existe dans la capitale encore deux autres marchés où l'on négocie des valeurs mobilières, le *New York Curb Market* et le *New York Real Estate Securities Exchange*.

Le *Curb Market* pourrait, dans une certaine mesure, être comparé au marché de la Coullisse de Paris. On y négocie tous les titres qui ne sont point cotés sur le marché officiel, nouvelles émissions, valeurs peu importantes ou très spéculatives, titres de sociétés ne désirant point livrer à la publicité les renseignements exigés par le Stock Exchange. Ce marché tenait autrefois ses assises dans la rue, à Broad Street; depuis 1921 il occupe l'immeuble actuel qui constitue sa propriété. Ce marché est actif, il se place au second rang après le Stock Exchange de New York, aux Etats-Unis.

En 1929, le *New York Produce Exchange*, comparable à une bourse de commerce, a organisé une section de valeurs mobilières, mais son importance est insignifiante. Le *Real Estate Securities Exchange*, organisé en 1929 par les grands marchands de terrains ou d'immeubles en vue de négocier des titres se rapportant exclusivement à des entreprises immobilières, est peu achalandé.

En dehors des bourses de la capitale il existe aux Etats Unis vingt-six marchés de valeurs mobilières, notamment à Philadelphie, Boston et Chicago.

**COURTAGES ET TAXE SPECIALE
DE LA BOURSE DE NEW-YORK**

COURTAGES

Actions cotées :

de	0 à	0,99 \$	.....	7 1/2 cents par 100 titres, soit	7,50 \$
	10 à	24,99 \$	.....	12 1/2	12,50 \$
	25 à	49,99 \$	.....	15	15, » \$
	50 à	74,99 \$	.....	17 1/2	17,50 \$
	75 à	99,99 \$	.....	20	20, » \$
	100 à	199,99 \$	.....	25	25, » \$
	200 à	249,99 \$	.....	30	30, » \$
	250 à	299,99 \$	.....	35	35, » \$

300 à 349,99 \$	40	—	40, » \$
350 à 399,99 \$	45	—	45, » \$
400 à 449,99 \$	50	—	50, » \$
450 à 499,99 \$	55	—	55, » \$
500 à 549,99 \$	60	—	60, » \$
550 à 599,99 \$	65	—	65, » \$
600 à 649,99 \$	70	—	70, » \$
650 à 699,99 \$	75	—	75, » \$

Obligations

\$ 2,50 par \$ 1.000 de nominal (une réduction de \$ 6,50 par \$ 10.000 de nominal est bonifiée aux transactions portant sur les fonds nationaux et municipaux des Etats-Unis).

Minimum par bordereau : \$ 1.

TAXE SPECIALE

Les ventes d'actions supportent seules la taxe spéciale qui est de :

\$ 4 par 100 actions d'une valeur de \$ 100
\$ 2 — \$ 50

LA BOURSE DE LONDRES

Pendant tout le dix-huitième siècle, la Bourse de Londres a été un marché d'accès absolument libre. En 1773 seulement, les bases d'une organisation rudimentaire ont été posées. Mais au dix-neuvième siècle le marché devient une enceinte fermée, il sera strictement réglementé, son entrée réservée aux seuls membres de la Compagnie et à leurs commis¹. Avant d'exposer le fonctionnement de cette organisation très particulière (quoique la nature des transactions soit, dans le principe, sensiblement pareille à celles qui se pratiquent à Paris, et sur les autres places du continent, on esquissera dans les lignes qui vont suivre une perspective cavalière de son évolution².

Dès le début du dix-septième siècle la Compagnie des Indes orientales, East India Co, fondée en 1599, avait émis des actions. D'autre part, les souverains anglais avaient également lancé des emprunts dans le public. Mais les transactions en valeurs mobilières restaient cependant relativement peu animées. Guillaume III (qui régna de 1689 à 1702) a émis le premier emprunt d'Etat dont les intérêts devaient être

1. La Bourse de Londres est cependant restée un marché « libre », mais dans ce sens seulement qu'elle est entièrement indépendante de pouvoirs publics ou de l'Etat.

2. A. P. Poley, *The History, Law and Practice of the Stock Exchange*, Londres, 1926, pp. 1-26; Jean Decoudu, *La Bourse de Londres*, Paris, 1922, pp. 13-52.

régulièrement payés et l'amortissement échelonné sur un certain nombre d'années. Les nombreux capitalistes anglais, en quête de placements, eurent la possibilité d'investir leurs capitaux dans ces titres de rente anglaise dont la sécurité et les avantages paraissaient évidents. Diverses compagnies privées ayant déjà, à cette époque, émis des titres, les valeurs mobilières donnaient lieu, maintenant, à des transactions animées, source de bénéfices appréciables pour les intermédiaires dont le nombre se développait constamment. Les placements, très nombreux vers la fin du siècle, expliquent l'apparition des courtiers en valeurs mobilières, *stockbrokers* dans le sens propre du terme, dont l'activité commence à s'exercer d'une manière suivie sous le règne précisément de Guillaume III. Les *broceurs* ou *broggeurs* dont on retrouve la trace dans différents textes dès le quatorzième siècle, étaient des courtiers en marchandises, non en valeurs mobilières. L'expansion de ces derniers est due également aux financiers hollandais qui traitaient en quantité importante les titres anglais, rentes d'Etat, actions de compagnies privées; ils avaient besoin constamment de représentants sur la place de Londres, d'intermédiaires susceptibles de traiter en leur nom.

Dans le courant du dix-huitième siècle, les nombreux représentants du marché, libre d'accès à tout venant, dépourvu de toute organisation et de règlements, se réunissent successivement au Royal Exchange (Bourse de Commerce; où se tient actuellement le marché de l'escompte), puis à Change Alley, dans divers cafés ou bureaux, enfin dans un immeuble réservé à Sweeting's Allëy. A partir de 1802 les séances auront lieu

sur l'emplacement actuel, dans l'immeuble qui, au courant du siècle, a subi plusieurs remaniements importants.

L'accès du Royal Exchange était ouvert à tout le monde, les procédés appliqués aux transactions témoignaient d'une largeur de vue des intermédiaires parfois sujette à caution. Leur activité a soulevé des protestations et des critiques assez vives. Mais le rôle des marchands de titres, des brokers, était cependant reconnu nécessaire, et en 1697 le Gouvernement fit voter une loi, en vue de réprimer certains abus. Il fut interdit, notamment, de se livrer au commerce des valeurs mobilières sans l'autorisation préalable des pouvoirs publics, du Lord Maire et de la Cour des Aldermen de la Cité. Le maximum des courtages fut fixé à dix shillings par cent livres traitées, et des pénalités prévues pour toute infraction à la loi, notamment en cas de contre-partie. Tout ceci n'améliora point l'organisation du marché et ne contribua aucunement à stabiliser les transactions. Limité à cent le nombre des brokers augmentait chaque jour. L'exiguïté des lieux, les protestations des commerçants rangés, troublés par ce bruyant voisinage, obligèrent les brokers à quitter le Royal Exchange en 1698.

L'unité de lieu fut supprimée, les brokers pouvaient négocier où et quand bon leur semblait. Ils s'établirent un peu partout, mais leur lieu de rencontre préféré fut l'allée connue sous le nom de Exchange ou Change Alley, où des cafés, des bureaux appartenant à diverses compagnies privées, leur offraient un abri sinon toujours confortable, tout au moins assuré. Ce furent

notamment les cafés Jonathan et Garraway, et les bureaux de la South Sea Co., créée le 7 septembre 1711, dont l'activité détermina un courant d'opérations d'une rare intensité. Le 26 mars 1714, un broker nommé John Freke, fit paraître une cote qu'il rédigeait; elle fut distribuée deux fois par semaine. Le succès de cette innovation fut considérable (l'idée devait en être reprise cent trente cinq ans plus tard à Genève, par J. Reverdin). Les transactions en titres de la South Sea Co se multiplièrent à tel point que les actions d'un nominal de \$ 100, passent rapidement à 130, 400, 550, 890. Après un recul, à 640, elles rebondissent à 1000, puis s'effondrent à 150, entraînant dans la ruine des milliers de personnes. C'est l'époque où Change Alley évoque l'animation houleuse de la rue Quincampoix, et où les sociétés se multiplient sous les raisons sociales les plus variées, comme par exemple cette « société créée en vue de l'exploitation d'une entreprise très avantageuse, sans que nul ne puisse connaître de quoi il s'agit » (*sic*): « *A company for carrying on an undertaking of great advantage, but nobody to know what it is !* »

L'ordre est loin d'être complètement rétabli sur la place. Les lois édictées en vue de condamner les marchés à primes et à découvert (Sir John Barnard's Act, 1734), et en général toutes opérations se traduisant par un simple règlement de différences, restent en définitive sans effet. Le café Jonathan est devenu, entre temps, le grand quartier général des brokers, qui constituent, en 1762, une petite association. Le 15 juillet 1773, brokers et jobbers réunis en ce lieu modifient sa raison sociale par la mention suivante : « Yesterday brokers and others at New Jonathan's came to

a resolution that instead of its bling called new Jonathan's, il should be called The Stock Exchange, which is to be wrote over the door ». Les bases de l'organisation du marché furent sommairement esquissées le même jour, un Comité de Direction générale, « *Committee for general purposes*, constitué et la liberté d'accès du marché supprimée. Cette même année les intéressés firent l'acquisition d'un immeuble sis non loin de Change Alley, à Sweeting's Alley, au coin de Threadneedle Street, où le marché fut maintenu jusqu'à la fin du dix-huitième siècle.

Les réformes annoncées tendaient à réglementer un grand marché fermé. Mais le droit d'admission de six pences par jour, ouvrant l'accès à tous les brokers ou clients, suivi de quelques autres mesures, n'était pas en état d'assaisir le marché et d'en écarter les abus. D'ailleurs les circonstances économiques et politiques favorisaient un trafic intense. L'industrie se concentrait dans les fabriques, les progrès scientifiques de l'exploitation rurale anglaise exigeaient des capitaux, l'industrie cotonnière se développait avec une rapidité inouïe sous l'impulsion des nouvelles inventions de Hargreaves, Wyatt, et Cartwright, précédant l'invention géniale du métier Jacquart. En 1790, l'eau est remplacée par la vapeur qui annonce une ère nouvelle. Enfin les hostilités avec la France (1793-1799) troublent profondément l'atmosphère du marché. Cet ensemble de circonstances favorise des opérations trop hardies qui détermineront la faillite de vingt-cinq brokers dans le courant d'une seule année.

Le caractère trop libre des transactions explique la réserve observée à l'égard des opérations de bourse

par des témoins prudents, qui répandent leur doctrine dans le public. Certains de ces principes, formulés du temps du Jonathan's coffee-house, peuvent encore fort bien s'appliquer¹ : « Ne suivez jamais les conseils d'une personne qui vous engage à modifier sans cesse vos placements, car il est probable qu'elle obéit à des motifs intéressés », ou encore « ne vendez jamais vos valeurs en perte, sauf en cas de nécessité absolue; au lieu d'ajouter foi aux informations pessimistes et tendancieuses, attendez patiemment que l'état général des affaires ait ramené vos titres à leurs cours d'achat, sinon au-dessus ». Préceptes qui concordent même, dans une certaine mesure, compte tenu de circonstances diverses, avec les grands principes formulés par la science économique moderne : « le capitaliste ne doit pas céder à un excès de nervosité et se défaire hâtivement de ses valeurs. La plupart du temps il aurait à regretter cette précipitation² ».

En 1800, les brokers conscients de leurs obligations et de leur responsabilité vis-à-vis du public, désireux d'écarter du marché tout élément de trouble et de perturbation, décident la création d'un grand marché fermé, doté d'un règlement strict et d'un contrôle rigoureux. Neuf brokers prennent, en 1801, l'initiative audacieuse d'acquérir un nouveau terrain, et d'y élever une vaste construction. Les promoteurs invitent vingt-et-un membres parmi les brokers les plus importants de Sweeting's Alley. Tous ensemble ils forment un comité de trente membres qui décide en

1. A. P. POLEY, *op. cit.*, p. 8. —

2. Paul LEROY-BÉAULIEU, *L'art de placer et gérer sa fortune*, Paris, 1929, p. 253. Il est vrai que la doctrine boursière moderne adopte un point de vue tant soit peu différent.

premier lieu de construire un nouvel immeuble, réservé au Stock Exchange, aux négociations. Le nouvel édifice, élevé sur l'emplacement de Capel Court, est ouvert aux transactions en mars 1802, en présence de 500 souscripteurs. L'organisation intérieure du marché est profondément modifiée. En plus d'un droit d'entrée, les personnes désireuses d'y être admises sont tenues d'obtenir une autorisation préalable du Comité. Une Direction puissante est créée, et en 1812 paraît le premier recueil des règlements du Stock Exchange.

Au début du dix-neuvième siècle les transactions en valeurs mobilières avaient lieu également ailleurs qu'au Stock Exchange. Ainsi, les fonds d'Etat étrangers se négociaient à la Bourse de Commerce (Royal Exchange) par l'entremise de courtiers autres que ceux de la Bourse de Londres, et qui constituaient le *Foreign Stock Exchange*. Mais ce marché fut réuni au Stock Exchange régulier dès la première moitié du dix-neuvième siècle. Le Stock Exchange absorba également le marché des fonds d'Etat anglais qui se tenait antérieurement dans la Rotonde de la Banque d'Angleterre.

La Bourse de Londres a été reconstruite en 1854. En 1884, elle a été notablement agrandie et appelée la Maison Neuve, *The New House*. C'est un bloc de constructions dont les façades sont occupées par différents bureaux. De place en place des portes permettent de distinguer des escaliers de quelques marches au haut desquels se tiennent des garçons en livrée. Rien ne distingue le marché à l'extérieur.

La lutte courtoise engagée, depuis 1850 surtout,

entre le Stock Exchange et les autorités, se termine par une victoire décisive du premier. Le *Broker's Rent*, droit de cinq livres que chaque membre nouvellement admis devait verser à la Cité est aboli, et une loi de 1884 (*Second Brokers Relief Act*) met le Stock Exchange à l'abri de toute ingérence des pouvoirs publics (à partir du 29 septembre 1886, date d'entrée de la loi en vigueur). La Bourse de Londres est actuellement un marché fermé soumis à une réglementation sévère, une institution indépendante, puissante et strictement privée.

Organisation du marché.

Il y a lieu, avant toute chose de distinguer la *Société Anonyme du Stock Exchange de Londres*, propriétaire et gérante de l'immeuble réservé au marché, du *Groupement des membres du Stock Exchange*, qui y exerce son activité. On observera toutefois, que dès 1876 il faut être membre du Stock Exchange pour devenir actionnaire, et depuis 1904 il faut être actionnaire de la Société pour être membre du marché.

Société anonyme du Stock Exchange.— Cette société fonctionne régulièrement, comme toute autre société anonyme anglaise, sous l'autorité de l'assemblée générale des actionnaires, la direction et l'administration d'un Conseil, désigné sous le nom de *Trustee and Managers*. Tous les points relatifs au capital et à l'administration de la Société sont prévus dans les

statuts (rédigés en 1801, modifiés en 1875 et 1882). Le capital action est actuellement de £ 500.000, représenté par 20.000 actions libérées de £ 36 chacune. Il existe également un capital obligataire de £ 450.000. Les actions sont toutes nominatives, la responsabilité des porteurs étant illimitée. Une seule personne ne peut posséder plus de deux cent actions, ni disposer de plus de cinq voix (le nombre des voix augmente de un à cinq suivant que l'on est propriétaire de un à vingt titres). Les obligations peuvent être nominatives ou au porteur. L'intérêt est payé par moitié le premier janvier et le premier juillet chaque année; ces obligations sont officiellement cotées sur le marché.

Le Conseil d'administration se compose de neuf membres, renouvelables par tiers chaque cinq ans. Chaque membre du Conseil doit posséder dix actions au moins. La société anonyme du Stock Exchange est une Société immobilière qui s'occupe de l'immeuble qu'elle loue aux membres du marché, mais elle en assure également la police, l'entretien, la gestion financière. C'est elle également qui règle les appointements du personnel. Les recettes qui lui sont assurées, en contrepartie des dépenses importantes qu'elle est obligée d'assumer, proviennent du droit d'admission des nouveaux membres (actuellement de 600 guinées) et des cotisations annuelles qui varient, selon l'ancienneté, entre 20 et 100 guinées. Il y a lieu d'observer que les comptes de la société ont toujours fait ressortir des bénéfices considérables.

Groupe ment des membres du Stock Exchange. — Le Groupe ment des membres est dirigé par un Comité

de Direction de trente membres, *Committee for general purposes*. Ainsi qu'il a été observé plus haut, nul ne peut actuellement devenir membre à moins d'être actionnaire de la Société; sitôt admis, le nouveau membre du groupement doit acquérir trois actions (à partir du 14 novembre 1904), ceci dans le délai de six mois après sa nomination. Un membre qui aliénerait ses actions cesserait, de ce fait même, de faire partie du groupement. Il ne faut point, toutefois, identifier le groupement et la société, car il existe encore plusieurs actionnaires qui ne sont point membres du groupement (ayant acquis leurs actions avant 1876) et plusieurs membres qui ne sont point actionnaires de la société (admis avant le 14 novembre 1904¹).

Le comité de direction est élu le 20 mars de chaque année. Chaque membre du Stock Exchange est électeur; mais ne sont éligibles que ceux qui sont membres du Groupement depuis au moins cinq ans. La durée des pouvoirs est de douze mois. Le bureau du comité se compose d'un président, d'un vice-président, de plusieurs scrutateurs et du secrétaire. Ce dernier est désigné par le Comité pour une durée pratiquement illimitée.

Les séances ordinaires du Comité ont lieu chaque semaine, les lundis. Le *quorum* requis est de sept membres. Les pouvoirs du Comité sont très étendus.

1. Les héritiers des personnes ayant acquis leurs actions avant le 31 décembre 1875 ont le droit, actuellement encore, de conserver les titres qui leur ont été légués leur vie durant, de même que les membres admis avant le 14 novembre 1904 ont été libérés de l'obligation d'acquiescer des actions.

Il a notamment la faculté de modifier à son gré les règlements, qui loin d'être pour lui une entrave, ne sont en définitive que l'expression de sa volonté (articles 5 et 20 du règlement). Le Comité statue sur l'admission, la radiation, la *réadmission annuelle*, des membres, sur l'inscription des valeurs à la cote. Il dirige les opérations, règle dans tous les détails le mécanisme des transactions, et fait connaître ses décisions aux membres, qui sont tenus de s'y conformer strictement. Il ne peut toutefois s'occuper de l'administration de l'immeuble, ni s'immiscer dans la gestion financière du Stock Exchange, assurées par les *Trustee and Managers* de la Société.

Le pouvoir disciplinaire du Comité est très étendu. Il peut écarter du marché tout membre dont les agissements n'auraient pas été conformes aux règles de l'éthique (« *for imroper conduct* »). Il est interdit aux membres de porter leurs différends devant les tribunaux; si l'incident est de nature à troubler les intérêts généraux du marché, le comité doit en être saisi sans retard, dans les autres cas, les différends sont tranchés par voie d'arbitrage, les parties ayant la faculté de désigner les membres qui seront chargés d'arbitrer. Les sanctions prévues par le Comité sont l'expulsion, la suspension et la censure. Les différends entre membres du Stock Exchange et les clients peuvent être, au gré de ces derniers, tranchés soit par le comité, soit par les tribunaux ordinaires. Dans le premier cas, le client s'engage de ne point faire appel de la décision du Comité devant les tribunaux.

Les travaux du Comité sont répartis entre plusieurs sus-cités secondés par trois services auxiliaires permanents :

I. Le service des actions et des emprunts (*Share and Loan Department*) occupe un immeuble spécial, à Austin Friars, et règle toutes les questions relatives aux cotations, à la cote officielle, à l'annuaire, etc. Le service est dirigé par un secrétaire, Secretary of the Share and Loan Department.

II. Le service de la liquidation (*Settlement Department*), créé en 1880, a pour objet d'appliquer aux titres le principe de la compensation en usage pour les mouvements d'espèces. Il a pris la suite du *Clearing House* créé par Humphrey et Morgan en 1873, dans le but précisément de compenser les titres à chaque liquidation. C'était, à l'origine, une société privée dont les participants avaient seuls la faculté de compenser leurs opérations. Un millier de membres du Stock Exchange y adhéraient. Mal gérée, cette société privée sombre en 1880. Après qu'elle eut été dissoute, l'idée fut reprise par le Comité de la Bourse qui institua un service de liquidation officiel, placé sous la direction d'un membre du Stock Exchange.

III. Le service des rachats et des reventes (*Buying in and Selling out Department*) s'occupe des achats et ventes prescrits d'office.

Enfin toutes les questions relatives aux faillites des membres du Stock Exchange sont réglées par l'entremise de deux syndics officiels, *Official Assignies*, dont l'un est dénommé Official Assignie (syndic officiel), l'autre Deputy Official Assignie (syndic officiel adjoint). Ils sont désignés, parmi les brokers du Stock Exchange de Londres par le comité de direction, pour une durée de un an, mais indéfiniment rééligibles.

Membres du Stock Exchange. — L'admission des membres du Stock Exchange ne dépend en aucune manière des pouvoirs publics, mais elle est soumise à des règles très strictes (articles 21 à 53 du règlement) et à l'approbation préalable du Comité de Direction. Leur nombre est en principe, limité au nombre actuel des membres du groupement qui se monte à 3932 membres.

Fait particulier, l'admission d'un membre n'est valable que pour une année. Chaque année, au mois de mars, il doit solliciter par écrit sa réélection. Cette formalité est obligatoire et permet s'il y a lieu, d'éliminer sans bruit toute personne qui n'aurait pas été à la hauteur de ses fonctions.

L'admission d'un membre est déterminée par diverses conditions. Il faut être âgé au moins de vingt et un ans, et de nationalité anglaise. Un étranger de naissance peut être admis au Stock Exchange si sa naturalisation remonte à cinq années et s'il réside dans le Royaume Uni depuis au moins dix ans. Il est d'autre part formellement interdit aux membres du Stock Exchange d'exercer tout autre métier.

Les nouveaux membres sont tenus d'acquitter un droit d'admission. Mais depuis 1904 tout nouveau membre doit remplacer un ancien membre qui se retire (ou bien qui n'a pas encore fait, lui ou ses héritiers, usage de son droit de désigner un successeur) et dont il obtient la « nomination », en échange d'une rémunération. En somme, c'est comme si le nouveau candidat achetait la charge de son prédécesseur. Bref, tout nouveau membre doit être « nommé » par un ancien. D'autre part il doit fournir des cautions. Les obli-

gations matérielles d'un candidat se résument aux suivantes :

- 1^o Droit d'admission (600 guinées, ramené à 300 guinées pour les candidats ayant fréquenté le Stock Exchange pendant quatre années auparavant en qualité de commis d'un membre du groupement);
- 2^o Achat de la « nomination » d'un ancien, le prix variable dépend de la loi de l'offre et de la demande (pour les personnes ayant fréquenté la Bourse pendant quatre ans dans les conditions précédemment indiquées la « nomination » peut, exceptionnellement, ne pas être exigée par le comité);
- 3^o Achat de trois actions de la Société (le prix en varie également);
- 4^o Cotisation annuelle (100 guinées la première année; 50 pour les membres admis avec caution réduite);
- 5^o caution de trois membres qui s'engagent chacun à raison de £ 500, à verser éventuellement aux créanciers du candidat, et dont la responsabilité est engagée pendant quatre années. Les cautions doivent être membres du Stock Exchange, depuis au moins quatre ans, et sont tenues de prêter serment (les personnes ayant fréquenté le marché dans les conditions précédemment indiquées sont tenues de fournir deux cautions, chacune d'un montant de £ 300).

En ce qui concerne les réadmissions, le règlement prévoit deux cas. Dans le premier, il est supposé que l'ancien membre aurait cessé de faire partie du grou-

pement pendant un an seulement, et qu'il n'aurait pas encore usé de son droit de nomination. Il suffit dans ce cas de produire deux parrains. Le deuxième cas prévoit la réadmission d'un membre exclu du marché pour cause de faillite (*default*). Il ne peut être réadmis que s'il paie au moins le tiers de ses dettes; dans le cas où il aurait satisfait à ses engagements en partie, il devra être affiché en Bourse au moins pendant vingt et un jours avant sa réadmission. Si, au contraire, il a payé ses dettes à raison de « vingt sous par franc », c'est-à-dire intégralement, sa réadmission se produit sans autres formalités, après délibération et vote du comité de direction.

Associations des membres. — Les membres de la Bourse sont autorisés à constituer des associations, *partnerships*, qui impliquent une responsabilité illimitée des associés. Toute autre forme d'association est interdite; de même que toute association avec des personnes qui ne seraient pas membre du Stock Exchange. On observe le cas contraire sur le marché de Paris, où un agent de change a la faculté de s'adjoindre des bailleurs de fonds, à condition toutefois que ce ne soit point un confrère. La plupart des membres du Stock Exchange sont associés et font partie de firmes dont souvent les fondateurs ont depuis longtemps disparu, mais dont la raison sociale reste intangible.

D'autre part, il est interdit (aux termes de l'article 56, § 3, du règlement) de créer des associations entre brokers et jobbers : « *partnerships between Brokers and Dealers are prohibited* », c'est un des rares articles du règlement qui établisse une distinction entre ces deux catégories de membres. Des associations limitées

aux opérations portant sur certaines valeurs sont également autorisées. Ces associations limitées sont désignées sous le nom de *market partnerships*. Une association de cette nature ne peut grouper plus de deux firmes, ou de deux membres, opérant chacun pour leur propre compte et sous leur nom : « Market partnerships are permitted between members, or firms, who each deal and settle their bargains in their own name » (règlement art. 57 § 2; Poley, *op. cit.*, p. 53). Il est également interdit aux membres du Stock Exchange de faire aucune publicité auprès de personnes autres que leurs propres clients.

Commis. — Un membre du Stock Exchange de Londres peut être non seulement l'associé d'un de ses confrères, mais aussi l'un de ses commis. Dans ce dernier cas il ne traite les affaires que pour le compte de son confrère et patron.

L'entrée du marché est strictement interdite à toute personne étrangère au groupement des membres du Stock Exchange, seuls les commis de ces derniers y ont accès. On distingue parmi ces derniers plusieurs catégories : 1^o les fondés de pouvoirs (*authorised clerks*), qui peuvent traiter au nom de leurs patrons et entrer en Bourse sans être obligés pour cela d'arborer un indice spécial; 2^o les commis non autorisés (*unauthorised clerks*), ils ont accès sur le marché où ils aident leurs chefs, communiquent des cours, etc., sans avoir toutefois la faculté de traiter; ils portent à la boutonnière un bouton bleu; 3^o les commis qui participent au travail de la liquidation (*settling room clerks*) qui ne peuvent pénétrer que dans la salle de liquidation et arborent un signe rouge à cet effet; 4^o enfin les commis chargés de chiffrer et de déchiffrer les télégrammes

(*decoding clerks*) qui se tiennent dans la salle des codes télégraphiques (*decoding room*).

Le nombre des commis employés par chaque membre est limité. Ils doivent également satisfaire à certaines conditions pour être admis sur le marché. Un membre travaillant sous son nom peut envoyer en Bourse un fondé de pouvoirs, deux commis non autorisés et deux commis de liquidation. Une firme peut avoir deux fondés de pouvoirs en Bourse, trois commis non autorisés et six commis pour la liquidation. Le nombre des membres du Stock Exchange employés par des confrères n'est pas limité.

Brokers et jobbers. — Une des particularités les plus caractéristiques du marché de Londres réside dans la division des membres du Stock Exchange en *brokers* et *jobbers*. Division qui ne se retrouve nulle autre part. Elle remonterait aux origines mêmes du Stock Exchange, où dès le début apparaît le *jobber*, qui, on le verra plus bas, sert d'intermédiaire à des intermédiaires. Il est fort possible que l'on puisse s'en passer, il suffit d'observer que le *jobber* n'existe sur aucun autre marché. Mais ceci impliquerait une réorganisation complète, fondamentale. Le fait est que le *jobber* est considéré, à tort ou à raison, comme un rouage essentiel du marché de Londres et qu'« une tradition qui remonte à plus d'un siècle a des racines trop profondes pour que l'on songe à s'en passer ».

Un *broker* est un intermédiaire, un courtier qui achète et vend pour le compte de ses clients, de ses donneurs d'ordres, qui eux n'ont pas le droit de pénétrer sur le marché. Pour prix de leurs services les

brokers touchent un courtage, une commission (dont le minimum est fixé par le comité de direction, depuis 1912) qui constitue leur bénéfice parfaitement légitime et autorisé.

Le *jobber*, ou *dealer* (qu'il ne faut point confondre avec le « dealer » opérant sur le marché de New-York) est par définition un contre-partiste, un marchand de titres qui achète et vend pour son propre compte et réalise ses bénéfices sur les différences de cours obtenues.

Le principe même des négociations entre brokers et jobbers est fort simple. L'intérieur de la Bourse de Londres est partagé en plusieurs *markets*, correspondant aux *trading posts* du marché de New-York, aux *groupes* du marché de Paris. Dans chaque market on traite un certain nombre de valeurs déterminées. Le broker se rend auprès du groupe où se traite la valeur qu'il a en vue et demande au jobber un prix, sans indiquer s'il est acheteur ou vendeur de la valeur mentionnée (en ce qui concerne la quantité de titres qu'il y aura éventuellement lieu de négocier, le broker peut s'abstenir de l'indiquer avant d'avoir obtenu la réponse du jobber). Le jobber fixe deux prix (*makes a price*), un cours d'achat (inférieur à celui auquel il pourra revendre les titres qu'il achètera éventuellement chez le broker) et un cours de vente (supérieur à celui auquel il pourra se procurer sur le marché les titres qu'il vendra au broker). L'écart entre le prix d'achat et le prix de vente fixés par un jobber est nommé *the turn of the market*; le bénéfice réalisé par un jobber en raison de la différence de cours sur les titres achetés pour être revendus au broker, ou achetés du broker

pour être revendus sur le marché constitue le *jobbers turn*.

Une fois le prix fixé par le jobber, le broker l'accepte ou le refuse. En cas d'acceptation le jobber se trouve lié. Il ne peut se dédire. Si la quantité de titres sur lesquels portait l'opération a été fixée à l'avance, le jobber doit donner satisfaction au broker au prix indiqué, à moins qu'une réserve n'ait été formulée par le jobber au moment où il fixait le prix, en spécifiant que le cours n'était valable que pour un nombre de titres limité. Dans les cas plus fréquents où le nombre de titres n'est pas indiqué, le jobber n'est lié que dans les limites de l'article 102 du règlement, soit :

1.000 £ de *stocks*¹ ou d'obligations (ou l'équivalent de £ 1.000 pour les titres étrangers).

100 titres <i>shares</i> ² d'une valeur cotée inférieure à £ 1.	
50	entre £ 1 et £ 15.
10	supérieure à £ 15.

Aucun membre ou fondé de pouvoirs ne peut traiter des opérations en qualité de broker et de jobber simultanément (art. 86), c'est-à-dire de percevoir une commission et un *jobbers turn*.

Nature des valeurs négociées. — En plus de la discrimination qu'il y a lieu d'établir entre les actions et les obligations, on distingue parmi les premières les actions dites *stocks* et les actions dites *shares*.

1. Les actions « *shares* » sont des titres d'un montant nominal déterminé, elles représentent une partie, toujours la même, du capital social, partiellement libérées

1. Parts de capital d'un montant variable, indéfiniment divisibles, sans numéro.

2. Titres correspondant aux actions ordinaires.

selon les cas, indivisibles et numérotées, nominatives ou au porteur.

2. Le terme « stock » désigne généralement le montant du capital social, par extension il s'applique aux titres qui représentent une fraction de ce capital. Mais le montant nominal de ces titres est variable. Les stocks sont divisibles à volonté, le certificat du stock, essentiellement nominatif, porte toujours le montant de la somme effectivement versée par le titulaire, il peut être divisé, de même que plusieurs stocks d'une même société peuvent être groupés en un seul certificat, et toujours sans numéro, car leur nombre peut varier à l'infini. Les stocks peuvent être subdivisés en « titres inscrits », *inscribed* (émis par l'Etat ou garantis par lui) et en « titres enregistrés », *registred* (émis par des sociétés privées). Dans le premier cas les transferts sont portés sur les grands livres de la Banque d'Angleterre, dans le second sur les registres de la société émettrice.

La forme caractéristique des titres anglais est, de même qu'aux Etats-Unis, la *forme nominative*. Le titre au porteur est relativement rare. On observera toutefois que les formalités de transfert sont plus simples en Angleterre qu'en France, d'autre part, en cas d'incapacité ce n'est pas l'agent qui est responsable mais l'acheteur. Sauf avis contraire du donneur d'ordres, un broker anglais admet toujours que le client désire des titres nominatifs. Il y a lieu de stipuler très exactement, dans les ordres, si l'on désire des titres au porteur. En ce qui concerne les coupures, dont le cours peut varier sur la place de Paris (coupures de cinq, de dix ou de vingt cinq actions), leur importance

n'entraîne aucune variation de cours (de même qu'à Berlin). Quelles que soient les coupures l'acheteur est tenu de les accepter (sauf toutefois pour les certificats d'actions américaines, dont les coupures obligatoires sont fixées comme suit par l'article 136 du règlement :

Coupure de 100 actions, jusque et y compris du cours de	\$ 5
— 50	\$ 25
— 20	\$ 50
— 10 actions, au-dessus du cours de	\$ 50
Pour les obligations américaines, la coupure obligatoire est de \$ 1.000.)	

Titres à l'émission. — Des stipulations spéciales se rapportent à la négociation de titres nouvellement émis ou en cours d'émission. Tandis, qu'en principe, toutes valeurs mobilières peuvent être négociées au Stock Exchange. Mais « no dealings whether for cash or for the account will be allowed in any new issue unless allowed by the Committee ». Ainsi, aucune transaction de valeurs à l'émission, au comptant ou à terme n'est permise, sans l'autorisation du comité. L'autorisation est soumise à différentes formalités. Le membre du Stock Exchange désireux de négocier des valeurs à l'émission doit présenter au comité une demande écrite, y joindre différentes pièces et renseignements, et adresser le tout au secrétaire du comité de direction.

Admission des valeurs à la cote. — Comme sur toute autre place étrangère l'admission des valeurs à la cote, *Official List*, est soumise à diverses formalités. Les avantages de cette inscription ressortent du prestige de la cote officielle et aussi du fait que la surveillance du Comité ne s'exerce, en principe, que sur les transactions en valeurs cotées. Les formalités qu'il y a lieu

d'accomplir sont énumérées dans les documents officiels¹.

Nature des transactions. — Les opérations entre brokers et jobbers peuvent être traitées au comptant ou à terme. Le principe des opérations est le même que sur le marché de Paris, mais les opérations à terme sont infiniment plus nombreuses. En principe, sauf avis contraire formellement stipulé par le donneur d'ordres, *toute transaction est censée être effectuée à terme*².

Une valeur admise à la cote de Londres est négociable à terme aussi bien qu'au comptant (ce n'est pas le cas sur la place de Paris, ni à Berlin non plus). Aucun emplacement spécial n'est réservé à chaque genre de transactions (comme c'est le cas à Paris, où les groupes du comptant et du terme sont séparés, et les transactions effectuées par l'entremise de commis différents). La démarcation entre ces deux genres de marchés n'est pas nette; de même à Berlin où les opérations à terme et au comptant sont traitées sur un même emplacement par les mêmes intermédiaires.

Les séances ont lieu entre 10 h. 45 et 16 heures. Mais souvent les transactions se poursuivent dans Throgmorton Street jusqu'à 17 heures, sans caractère officiel toutefois (les cours de New-York ne paraissent à Londres que vers 16 heures, compte tenu de la différence des méridiens). A l'intérieur, le Stock Exchange est divisé en groupes, *markets* : consolidés anglais, va-

1. Voir appendice au Règlement, n° 34 (POLRY, *op.cit.*, pp. 388-398; J. DECOUDU, *op. cit.*, pp. 131-136).

2. Les opérations au comptant n'appellent aucune explication particulière, leur mécanisme fort simple est dans son principe identique à celui de Paris, des autres bourses du continent. Le règlement n'établit aucune discrimination entre les opérations au comptant ou à terme, sinon qu'elles se distinguent par les délais de livraison et de règlement.

leurs de chemins de fer anglais, indiens, valeurs coloniales, valeurs étrangères, banques, mines, valeurs américaines, etc.

Le principe des négociations entre brokers et jobbers a été exposé plus haut. Une fois tombés d'accord chacun d'eux inscrit l'opération sur son carnet; la cotation officielle de la transaction est, comme on le verra plus bas, facultative. Les cours varient selon la loi de l'offre et de la demande, dont la concurrence entre jobbers assure le respect. Toutefois, les prix ne sont pas toujours en raison de l'importance de la demande, ou de l'offre, on a vu que souvent le jobber ignore le montant des titres sur lequel portera la transaction, il n'en connaît que la nature. C'est pourquoi, si l'on considère une transaction isolée, le volume de l'offre ou de la demande ne détermine pas la fixation des prix. Avant de conclure une transaction le broker ne manque pas de se faire renseigner par ses commis sur les prix fixés par les autres jobbers du groupe.

Le jour même de l'opération les clients du broker sont avisés par lettre et par bordereau que l'opération a été effectuée conformément aux règles générales du Stock Exchange.

Cotations. — La Cote officielle, *The Stock Exchange daily official list*, publiée aux frais du Conseil d'Administration (Trustee and Managers), paraît sous l'autorité du Comité de Direction (Committee for general purposes) et sous la surveillance du Secrétaire du Share and Loan Department, dont cette publication constitue une des attributions essentielles.

Les marchés n'ont pas lieu à la criée; Londres ignore également le système dit par oppositions, tel qu'il est

pratiqué sur le marché de Paris. Les transactions sont effectuées de gré à gré. *La cotation des transactions est facultative*. Une fois le marché conclu entre broker et jobber, les deux parties contractantes, après avoir noté l'opération sur leurs carnets respectifs, prennent (si elles le désirent) un bulletin, *slip*, et notent la transaction en datant et signant la fiche. Il suffit, en principe, d'une seule signature, mais le nom de la partie contractante peut toujours être exigé par un membre du comité, et un refus du signataire de communiquer ce renseignement est suffisant pour empêcher la cotation de la transaction. Les bulletins dûment remplis sont jetés dans une boîte et envoyés ensuite à l'imprimerie.

Dans la cote deux colonnes sont réservées aux cours. La colonne intitulée « *2 o'clock quotations* » indique deux chiffres, le second toujours supérieur au premier : ce sont les cours d'achat et de vente que les jobbers sont tenus de fournir à titre indicatif, chaque jour, vers quatorze heures.

Les actions d'un montant inférieur à cinq livres sterling sont cotées en shillings et en multiples de trois pence¹. Mais la majorité des titres est cotée en livres et fractions de $1/32^e$ de livre (soit 7 pences $1/2$). Les livres sterling sont représentées par un chiffre sans autre indication; les shillings par un chiffre suivi d'une barre transversale; les pences, par un chiffre précédé de cette barre.

Règlement des opérations. — Le règlement des opérations à terme a lieu deux fois par mois. Le règlement

1. On observera que les titres non libérés sont cotés d'après le montant réellement appelé, les calculs sont basés sur ce montant réel qui est seul coté, il n'y a donc point lieu de déduire du cours le montant du capital non versé, comme cela se produit sur la place de Paris.

des marchés comporte les phases suivantes : reports, transmission des « tickets » (on verra par la suite en quoi consiste cette opération), livraison et paiement (règlement proprement dit, *account*). La réponse des primes doit être faite à 14 h. 45, la veille du jour des reports. Chaque liquidation de quinzaine dure en principe trois jours. La succession des opérations se présente de la manière suivante :

La veille de la liquidation : Réponse des primes (*declaration of options*). Les acheteurs de primes déclarent s'ils abandonnent les prime et résilient les marchés ou bien s'ils les rendent fermes. La Bourse de Londres connaît plusieurs catégories de marchés à primes, ou *options*. Le *Call*, prime à l'achat, est une prime simple qui permet à l'acheteur de résilier son contrat, son achat, contre l'abandon de la prime, ce genre de prime est couramment pratiqué sur le marché de Paris, à Bruxelles, Anvers, — à Berlin sous le nom de « Vorprämie ». Le *Put*, prime à la vente, est une prime qui permet au *vendeur* de résilier son contrat, sa vente contre l'abandon de cette prime (ce genre de prime n'est pas en usage à Paris, il se pratique par contre sur d'autres places, notamment à Berlin, sous le nom de Rückprämie). Le *Put and call*, prime double, permet à l'optionnaire de choisir entre l'achat ou la vente du montant de titres sur lesquels portait l'opération (c'est la double prime d'Anvers, le stellage de Berlin). Enfin le *Call of more* et le *Put of more*, permettent de livrer ou de lever une quantité double, triple, etc. du montant précédemment fixé (« Nochgeschäft » du marché de Berlin).

Premier jour de la liquidation : jour des reports (*contango day*). Acheteurs et vendeurs déclarent s'ils livrent ou lèvent leurs titres, ou bien s'ils se font reporter ou reportent leur position¹. En vue d'éviter toute équivoque et d'empêcher toute confusion entre une opération de report et un prêt sur titres (l'une étant une opération de bourse, l'autre une opération de banque)², l'article 108 du règlement établit une discrimination très nette entre les reports (*continuations*) qui sont des « marchés » et les prêts (*loans*), transactions de banque : « *Continuations are Bargains and not Loans.* » De même que l'article 109, § 2, l'article 108 stipule que les reports ne peuvent être effectués qu'au cours de compensation officiel (*making-up price*) ou au cours régulièrement pratiqué ce jour sur le marché. Le cours de compensation officiel est appliqué à toutes les valeurs portées sur la liste officielle des cours de compensation, *The Stock Exchange Official List of Making-up Prices*³.

Deuxième jour de la liquidation : jour des tickets (*ticket day*). Les différentes formalités qu'il y a lieu

1. Selon la terminologie boursière, on *fait reporter* un achat, une position « acheteur », on *reporte* une vente, une position « vendeur ».

2. Dans les opérations de report, le reporteur qui avance les fonds devient le propriétaire des titres qu'il reporte, et ne peut être tenu de les livrer avant la liquidation suivante, sans égard à leurs numéros; il peut en disposer librement dans l'intervalle. Dans le prêt sur titres, au contraire, le prêteur n'a pas le droit de disposer des titres qu'il a reçus en gage, il est tenu de les restituer à l'emprunteur de fonds avant le terme, si ce dernier l'exige et rembourse la somme prêtée plus l'intérêt calculé sur la période entière pour laquelle l'avance de fonds avait été consentie.

3. Cette liste comprend d'office toutes les valeurs compensées au service de la Liquidation (Settlement Department), ou admises à cette cote sur la demande des intéressés. Pour toutes les autres valeurs, les parties s'entendent entre elles en vue d'adopter le cours pratiqué ce jour sur le marché.

d'accomplir dérivent de la forme /des valeurs : titres nominatifs inscrits sur les grands livres de la Banque d'Angleterre, titres nominatifs portés sur les livres des sociétés privées, ou valeurs au porteur.

Le ticket est une fiche de carton, rédigée sous une forme brève, qui a pour objet d'une part de permettre l'établissement de l'acte de transfert, de l'autre d'éviter des transferts inutiles. Il permet au vendeur qui doit établir l'acte de transfert de connaître le nom de l'acheteur au nom de qui le document devra être rédigé. Le dernier acheteur fait passer ce ticket au premier vendeur par l'entremise de tous les acheteurs et vendeurs intermédiaires qui chacun (les brokers) endossent successivement le ticket (la manipulation des tickets se produit dans la salle de liquidation, *Settling room*, à l'aide de boîtes spéciales qui facilitent les transmissions).

1^o En ce qui concerne les titres inscrits sur les registres de la Banque d'Angleterre, le ticket ne peut être établi que pour un montant nominal de 1000 livres sterling, ou multiples. Il tient lieu simultanément de ticket et d'acte de transfert. *Il est libellé par le broker acheteur*, qui laisse en blanc l'emplacement où sera inscrit le nom du vendeur. Après signature du vendeur, ou de son fondé de pouvoirs sur le registre de la Banque d'Angleterre le transfert se trouve être effectué. La Banque d'Angleterre délivre un reçu, établi conformément aux indications portées sur le ticket, un *stock receipt*. Ce reçu représente les titres, il sera remis au broker acheteur qui réglera le montant de l'opé-

ration par chèque (ce ticket doit être émis le jour dit « des tickets » avant quatorze heures, le stock receipt doit être établi avant quatorze heures et demi).

2^o En ce qui concerne les titres nominatifs portés sur les livres des sociétés privées, les formalités prévues diffèrent tant soit peu des modalités qui viennent d'être exposées. Le ticket et l'acte de transfert sont deux documents distincts. Une fois le ticket libellé par le broker acheteur, il passe jusqu'au broker vendeur qui lui, établit l'acte de transfert au nom du dernier acheteur, porté sur le ticket. Le broker vendeur fait ensuite signer l'acte de transfert par son client vendeur ensuite l'acte de transfert, accompagné ou non du titre, est renvoyé au broker acheteur qui règle le montant de la transaction. La responsabilité pour l'établissement et la régularité du document de transfert incombe au broker vendeur, qui doit notamment s'assurer que le montant de la transaction porté sur l'acte de transfert (*consideration money*) correspond à celui qui figure sur le ticket. On observe que le montant du *consideration money* porté sur l'acte de transfert, qui exprime le prix payé par le *dernier* acheteur (indiqué par le ticket) peut fort bien ne pas correspondre au prix qui est dû au vendeur qui livre. En effet, s'il y a des acheteurs et vendeurs intermédiaires, le prix de la première transaction effectuée entre le premier vendeur (qui maintenant livre les titres, et au nom duquel sera établi l'acte de transfert) et le *premier* acheteur (qui a déjà revendu son achat) peut être inférieur, supérieur ou égal au prix de la transaction conclue entre

le dernier acheteur (qui recevra les titres et au nom duquel le ticket a été libellé) et le *dernier* vendeur (qui a pu revendre les titres qu'il avait acheté chez un des acheteurs-vendeurs intermédiaires à un cours différent de la première transaction; or c'est le prix de cette dernière transaction qui sera porté sur le ticket, et par suite, sur l'acte de transfert)¹.

3° Il semblerait que le ticket n'est d'aucune utilité pour les transactions relatives aux titres au porteur. Le nom du client qui lève n'est pas utile à connaître, car il n'y a aucun acte de transfert à établir. Toutefois l'usage du ticket se maintient ici également en vue de diminuer le nombre des livraisons, auxquelles on applique le principe de la compensation. Ces tickets sont émis le jour prescrit avant midi, ils peuvent être passés entre dix heures et treize heures.

TARIF MINIMUM DES COURTAGES AU STOCK EXCHANGE DE LONDRES

Titres émis ou garantis par le gouvernement anglais ou indien, n'ayant pas plus de douze ans de circulation, et l'opération portant sur un montant nominal minimum de £ 20.000.	1 / 8 % sur la valeur nominale
Fonds d'Etats étrangers dont le cours est égal ou inférieur à 20 %.	
Chemins de fer étrangers ou autres obligations au porteur dont le cours est égal ou inférieur à 20 %.	
Consolidés anglais (annuités de 2 3/4 % et 2 1/2 %)	3 / 16 % sur la valeur nominale
Autres titres du gouvernement anglais ou indien.	1 / 4 % sur la valeur nominale
Fonds consolidés de la Métropole.	
Fonds consolidés du Comté de Londres.	
Fonds d'Etats étrangers dont le cours est au-dessus de 20 %.	
Chemins de fer étrangers et autres obligations au	

1. Les acheteurs et vendeurs intermédiaires sont tenus à l'écart de ce règlement final; ils règlent leurs opérations par différences, dont le montant est établi d'après les cours de compensation, qui interviennent automatiquement dans les comptes.

porteur dont le cours est au-dessus de 20 %.	}	1/4 % sur la valeur nominale
Titres des colonies.		
Titres des comtés, corporations et provinces, anglais, indiens ou coloniaux.		
Obligations étrangères dont le cours est supérieur à 20 %.		

Actions de la Banque d'Irlande et d'Angleterre ..	1/4 % sur le cours coté
Titres nominatifs (registered stocks)	1/2 % sur le cours coté

Actions (shares) nominatives ou au porteur, autres que les actions d'un montant nominal de £ 50 ou 100 négociées sur le marché américain :

Cours 0/1/0 et au-dessous.	courtage facultatif
De £ 0, 1/0 à £ 0/2/0	sh. 0/0, 1/2 par action
— 0/2/0 0, 3/6	0/0, 3/4 —
— 0/3/6 0/5/0	0/1 —
— 0/5/0 0/15/0	0/1, 1/2 —
— 0/15/0 1/10/0	0/3 —
— 1/10/0 2/0/0	0/4, 1/2 —
— 2/0/0 3/0/0	0/6 —
— 3/0/0 4/0/0	0/7, 1/2 —
— 4/0/0 5/0/0	0/9 —
— 5/0/0 7/10/0	1/0 —
— 7/10/0 10/0/0	1/3 —
— 10/0/0 15/0/0	1/6 —
— 15/0/0 20/0/0	2/0 —
— 20/0/0 25/0/0	2/6 —

Au-dessus de £ 25/0/0 1/2 % sur le cours
Pour les actions d'un montant nominal de £ 50 ou 100 négociées sur le
marché américain :

Cours \$ 5 ou au-dessous.	courtage facultatif
De \$ 5 à \$ 25	sh. 0/0 par action
— 25 50	0/9 —
— 50 100	1/0 —
— 100 150	1/6 —
— 150 200	—

avec sh. 0/6 en plus pour chaque majoration de \$ 50 ou fraction de
50 \$.

Il est interdit de prendre une commission inférieure à une livre sterling, sauf pour les :

1) transactions dont le montant est inférieur à £ 100, le minimum de commission est fixé à 10 sh.

2) transactions dont le montant est inférieur à £ 20, le minimum de la commission est fixé à 5 sh.

LA BOURSE DE BERLIN

La Bourse de Berlin comprend les marchés des valeurs mobilières, du commerce, des métaux et des matières premières. Avant de décrire celui des valeurs mobilières, qui fera l'objet de cet exposé, un bref aperçu rétrospectif permettra au lecteur de suivre l'évolution de ce marché et de saisir l'enchaînement des faits qui ont déterminé son développement.

L'activité de la Bourse de Berlin remonte au dix-septième siècle. Elle se développa rapidement sous l'influence des facteurs économiques, et surtout politiques, qui modifièrent profondément la structure du Reich, dont l'essor industriel, commercial et financier, dans le courant des deux derniers siècles, ne pourrait être comparé qu'à celui, plus récent, des Etats-Unis. Le marché de Berlin représente actuellement le centre le plus actif et le plus important des pays de l'Europe centrale, un rôle de deuxième plan étant réservé aux autres Bourses allemandes, Hambourg ou Francfort par exemple, devenus des centres non plus internationaux, mais régionaux, de même que le marché de Vienne, si actif avant la guerre.

Vers 1670, les transactions commerciales étaient effectuées à Berlin dans des entrepôts, *Packhäuser*, *Niederlagen*, dépôts réservés aux marchandises arrivant par voie fluviale. Le 29 juillet 1685, le Grand

Electeur Frédéric-Guillaume, administrateur avisé du duché de Prusse, ordonna de centraliser l'activité commerciale de ces entrepôts en une seule Bourse, afin de simplifier les transactions et développer le commerce. A cette époque précisément se place un fait capital de l'histoire d'Allemagne dans ce siècle : l'accroissement rapide et continu du Brandebourg, c'est-à-dire de la Prusse. Le commerce, les guildes, corporations marchandes suivent un développement parallèle. Le nouveau centre d'affaires transporté en 1695 au Quai des Moulins, *Mühlendamm*, ne tarda pas à devenir trop étroit, et en 1738, le roi Frédéric-Guillaume I^{er} affecta aux réunions des marchands un petit bâtiment, surnommé la Grotte, dans le Lustgarten, ancien jardin transformé en place d'armes.

Sous le règne de Frédéric-Guillaume I^{er} (1713-1740) l'administration fut perfectionnée, les villes se développèrent rapidement, le volume des échanges augmenta dans des proportions sensibles. Les transactions allèrent en se multipliant dans le Lustgarten, achats ou ventes de marchandises, de devises, les valeurs mobilières proprement dites n'existant pas encore à cette époque. Les marchands ne tardèrent pas à se sentir bientôt de nouveau à l'étroit. En 1761, ils transportèrent le centre de leur activité sur une place publique entourée d'arcades, l'Arène, *Stechbahn*, où les tournois de chevalerie se déroulaient au moyen âge.

Deux ans plus tard, en 1763, la paix de Paris terminait la guerre de Sept Ans, ce qui évitait l'écrasement complet de la Prusse. Celle-ci ne tarda pas à se relever de ses défaites et passa au rang de grande puissance traitant d'égal à égal avec la France, la Russie,

l'Autriche et l'Angleterre. Frédéric-le-Grand consacra toute son activité au relèvement de ses Etats, non sans avoir recours à des Français, tel de La Haye de Launay. Les transactions boursières, reflétant l'état général du pays, se développèrent en conséquence. L'activité du marché devint peu à peu internationale. Une cote de 1785 donne les cours des changes sur sept grandes places allemandes et étrangères, dont Paris, Londres, Amsterdam. Le marché des actions, où se traitent des titres comme les actions de la Compagnie des Harengs d'Emden, et bien d'autres, est actif et bien achalandé. Les guildes ne cessent de se développer, le commerce de s'étendre. Le marché devient de nouveau trop étroit. En 1800, le roi Frédéric-Guillaume III, pose la première pierre d'un nouvel édifice réservé aux transactions et situé sur l'emplacement de l'ancienne Grotte.

Vers la fin du dix-huitième siècle l'Allemagne était, il ne faut point l'oublier, une fédération groupant près de mille huit cents Etats, dont trois cent cinquante à peine présentaient une étendue appréciable. La Révolution française éveilla en Allemagne le sentiment national et contribua, plus que toute autre cause, à réaliser son unité politique et économique. Les nombreux remaniements territoriaux, provoqués en Allemagne sous l'influence des événements politiques, ramenèrent à quelques unités le nombre des principautés fédérées. Un événement d'une portée économique considérable ne devait pas tarder, par ailleurs, à développer dans des proportions inattendues le commerce, l'industrie et le volume des échanges. Il s'agit de l'union douanière générale, du *Zollverein*, à laquelle les Etats ne man-

quèrent pas de se joindre, sous l'hégémonie réelle de la Prusse. Réduisant les droits, simplifiant les tarifs, enfin supprimant toutes les douanes intérieures, Eichhorn et Maassen rendirent la liberté au commerce, paralysé précédemment par la multiplicité des douanes et la complexité des tarifs qui entravaient l'activité de vingt-huit Etats différents, dont les frontières atteignaient une longueur de près de 8000 kilomètres. Le développement des voies ferrées, des chemins de fer, ne fut pas sans stimuler vigoureusement l'activité économique du pays, et l'activité boursière refléta cet état de choses.

En dépit de plusieurs agrandissements, le bâtiment du Lustgarten s'avérait insuffisant. Il fut remplacé par l'édifice actuel, élevé sur les plans de Hitzig, et officiellement inauguré en 1863. Deux énormes salles, avec annexes et bureaux, furent réservées aux transactions. Elles ne purent bientôt y suffire. L'empire fut proclamé le 18 janvier 1871 à Versailles. L'unité allemande était dorénavant un fait reconnu. Les succès politiques et militaires du Reich l'achevaient. L'essor industriel et commercial qui résultait de cet état de choses augmenta dans des proportions sensibles le volume des transactions boursières. Dix ans plus tard, la Bourse de Hitzig dut être agrandie. Son successeur, Persius, la compléta en y ajoutant une troisième salle. Les travaux furent achevés en 1884. Depuis, une suite de bâtiments annexes a été rattachée à la Bourse de Berlin.

Pendant l'inflation d'après-guerre qui détermina une spéculation insensée, en 1922, la grande cour de la Bourse fut transformée en quatrième salle et mise à la

disposition des négociateurs. Plus de six mille membres prirent part aux transactions, vers cette époque, contre trois mille cinq cents environ en 1913. Actuellement, la conjoncture économique défavorable n'a pas modifié l'aspect extérieur du marché.

Organisation du marché.

La haute direction de la Bourse de Berlin est assurée par la Chambre de l'industrie et du commerce (*Industrie und Handelskammer zu Berlin*)¹, nom adopté en 1924 par la Chambre de commerce de Berlin (*Handelskammer zu Berlin*). Il y a lieu d'établir une discrimination très nette entre la Bourse des valeurs mobilières, où se négocient : effets de commerce, devises, valeurs mobilières, fonds d'Etat, et la Bourse du commerce, où se négocient les matières premières et les métaux. Elles se trouvent dans le même édifice, certaines organisations administratives leur sont communes, mais leurs activités restent exactement délimitées.

Commissaire du gouvernement. — L'Etat désigne un commissaire (*Staatskommissar*) chargé de la surveillance générale du marché et de l'application des dispositions et règlements le concernant. Il doit être tenu au courant de tous les événements pouvant se produire en Bourse et prend toutes mesures nécessaires en vue de prévenir les abus.

1. A. SCHNEIDER, *Führer durch die Borse zu Berlin*, 2^e édition, Berlin, 1926.

Chambre de l'industrie et du commerce. — La surveillance immédiate des transactions est assurée par la Chambre de l'industrie et du commerce, qui contrôle également la Caisse de liquidation (*Liquidationskasse*) et toutes les institutions ayant rapport aux transactions. Les statuts de ces organismes doivent être préalablement soumis à son approbation.

Conseil d'administration. — La Bourse de Berlin est administrée par un Conseil (*Börsenvorstand*) comprenant trois sections : celle des valeurs mobilières, des matières premières et des métaux.

La section des valeurs mobilières est dirigée par un comité de vingt-neuf membres; celle des matières premières par un comité de seize membres; celle des métaux, par un comité de cinq membres. Chaque comité désigne ses représentants au Conseil d'administration de la Bourse. La Chambre de l'industrie et du commerce désigne parmi ses membres plusieurs délégués chargés de la représenter au Conseil et dans les comités.

Les membres du Conseil d'administration, élus pour une durée de trois ans, ont pour attributions essentielles : l'admission des membres en Bourse, le maintien de l'ordre et de la discipline, l'admission des valeurs, denrées et devises au marché à terme, l'établissement et la publication des cours officiels, l'application des cours officiels, l'application des lois, ordonnances et règlements d'administration, etc. Le conseil d'administration et les sections désignent chacun un président et deux suppléants dont la nomination doit être approuvée par la Chambre de l'industrie et du commerce.

Commissions. — L'expédition des affaires courantes est assurée par un certain nombre de commissions permanentes (*Ausschüsse*) composées de membres du conseil d'administration, délégués dans ces diverses fonctions pour une durée de un an. Notamment les suivantes :

Commission d'examen des demandes d'admission en Bourse (*Ausschuss zur Prüfung der Anträge auf Zulassung zum Börsenbesuch*). — En dehors des attributions que son nom indique, elle est chargée des enquêtes et de l'application des mesures disciplinaires. Ce sont, selon les cas, la réprimande, le retrait d'admission, l'interdiction temporaire ou définitive de se porter caution, l'amende jusqu'à concurrence de 1500 reichsmarks. Une commission spéciale examine les demandes d'admission en bourse des employés (*Angestellte*).

Commission d'arbitrage (*Schiedsrichterliche Ausschuss des Börsenvorstandes*). — Cette commission se compose d'un président, de deux assesseurs et d'un syndic de la Chambre de l'industrie et du commerce. Ce dernier est une sorte de conseil juridique ayant pour mission de trancher à l'amiable ou par voie d'arbitrage tout différend survenu à la Bourse des valeurs mobilières. Le plaignant a le choix entre la commission d'arbitrage et les tribunaux ordinaires. L'inobservation des décisions de cette commission peut entraîner l'application de mesures disciplinaires pouvant aller jusqu'à l'exclusion.

Commission « des trois » (*Dreimännerkommission*). — Les différends relatifs aux transactions, aux li-

vraisons de titres, à l'interprétation du règlement ou des usages adoptés, sont tranchés verbalement par cette commission, dont les décisions sont sans appel.

Commission de solvabilité (Ausschuss des Börsenvorstandes zur Prüfung der Aufgabefähigkeit). — Commission chargée d'apprécier la solvabilité de telle ou telle maison. Dès que le conseil d'administration apprend qu'une firme a manqué à ses engagements, ou n'y fait pas honneur ponctuellement, il invite les représentants de cette maison à comparaître devant la commission afin de se renseigner sur la situation financière de la maison et sur les difficultés qu'elle traverse. En cas d'insolvabilité, la commission a le droit d'interdire à cette maison tout nouvel engagement, jusqu'à nouvel ordre.

Commission financière (Ausschuss für die finanzielle Verwaltung des Börsenunternehmens). — Cette commission ne dépend pas du conseil d'administration; elle se compose de membres de la Chambre de l'industrie et du commerce et de membres de la Bourse. Elle a pour attributions essentielles :

1^o l'établissement des droits d'admission en bourse, les tarifs de location des divers services et installations de bourse ;

2^o l'établissement des taxes imputables aux maisons représentées sur le marché; etc.

La commission financière ne saurait procéder à aucun dégrèvement général sans autorisation préalable de la Chambre de l'industrie et du commerce. Les décisions de la commission financière peuvent être discutées devant la Chambre, dont les arrêts ne sont pas non plus définitifs; les intéressés ont la faculté de faire

appel, dans le courant de deux semaines, devant la commission départementale (*Bezirksausschuss*).

Cette commission se compose du président de la Chambre de l'industrie et du commerce, ou du vice-président désigné par lui, de douze membres élus parmi les habitués « indépendants » de la Bourse (*selbständige Börsenbesucher*), c'est-à-dire les personnes admises en Bourse et travaillant pour leur propre compte, et de cinq membres de la Chambre de l'industrie et du commerce.

Admission des membres. — Les modalités d'admission des membres en Bourse (*Zulassung zum Börsenbesuch*) sont établies par les articles 16 à 31 du règlement (*Börsenordnung*). Les autorisations permanentes avec droit de prendre part aux négociations sont accordées aux¹ :

a) personnes travaillant pour leur propre compte, sous certaines conditions;

b) associés solidairement responsables d'une société en commandite ou en nom collectif;

c) représentants autorisés de toute entreprise inscrite sur les registres du commerce de Berlin, ou des centres voisins, à condition toutefois que les opérations de bourse constituent une branche de leur activité;

1. Certaines personnes sont admises en Bourse sans avoir le droit d'effectuer des transactions : représentants d'entrepôts, de compagnies d'assurances et de transports, entrepreneurs de camionnage, etc., dont l'activité détermine la réalisation finale des opérations, représentants de la presse. Ces personnes doivent également fournir la caution de trois membres de la bourse travaillant pour leur propre compte (fréquentant la bourse depuis au moins trois ans); l'accès de la bourse est, en principe, autorisé aux femmes, sous réserve de remplir toutes les conditions exigées.

d) directeurs de banques ayant leur centre d'activité à Berlin.

Les particuliers, ou membres indépendants de la Bourse, qui opèrent sur le marché pour leur propre compte, sont astreints entre autres formalités, à fournir la caution de trois membres de la Bourse qui déposent chacun en garantie des engagements éventuels du nouveau membre, la somme de 5000 rmks, en espèces ou en titres. Un droit de 3000 rmks est, d'autre part, versé par candidat. Les représentants autorisés des institutions de banque officielles ne sont pas astreints à cette formalité. Professionnels et particuliers ont la faculté de traiter directement entre eux, sans avoir recours aux intermédiaires du marché. Ceux-ci ne détiennent, en effet, aucun monopole sur les transactions, sous réserve de certaines prérogatives qui seront exposées par la suite.

Admission des valeurs en Bourse. — L'autorisation d'admission de valeurs à la cote est du ressort d'un Bureau d'Admission de valeurs (*Zulassungstelle*). Il a pour mission d'exiger tous documents et pièces nécessaires pour l'étude des valeurs en question, de veiller à ce que tous les éléments d'appréciation soient portés à la connaissance du public, d'interdire l'admission des valeurs dont les garanties de sécurité sont insuffisantes.

Le bureau d'admission des valeurs se compose de vingt-deux à vingt-huit membres, et de huit à douze suppléants. La moitié au moins de ces membres ne doivent pas être des professionnels de la Bourse. La Chambre de l'industrie et du commerce a la faculté de dé-

signer huit membres du bureau parmi ses propres membres. Les membres du bureau intéressés à l'introduction d'une valeur ne peuvent prendre part aux débats ni au vote la concernant.

Les demandes d'admission des valeurs en bourse doivent être présentées par une banque officiellement représentée sur le marché. En cas de refus d'admission le requérant a la faculté d'en appeler à la décision de la Chambre de l'industrie et du commerce, ceci dans un délai de deux semaines à dater de la notification du refus. Les conditions auxquelles doivent satisfaire les valeurs afin de pouvoir être admises à la cote sont énumérées dans les articles 36 à 49 de la loi (*Börsengesetz*) promulguée le 4 juillet 1910 (R. G. B. I., n° 41, p. 917 ss.), et modifiée par décret ministériel du 5 novembre 1924 (R. G. B. I., n° 66, p. 735 ss.)¹.

Intermédiaires. — Les intermédiaires sont représentés par les courtiers assermentés, ou « courtiers de cours » (*vereidigte Kursmakler*), et par les courtiers libres (*freie Makler*). Comme il a été indiqué plus haut, les transactions directes entre acheteurs et vendeurs sont autorisées. Aucune organisation officielle ou officieuse ne détient un monopole semblable à celui des agents de change de Paris.

Courtiers assermentés. — Seuls, toutefois, les courtiers assermentés (*Kursmakler*) ont qualité pour fixer les

1. Le travail administratif intérieur se trouve assuré par le Secrétaire (*Börsenbüro*) et plusieurs services institués par la Chambre de l'industrie et du commerce : service du matériel, service du personnel, service des transports (permettant aux membres de la Bourse de commerce d'obtenir rapidement tous renseignements concernant le coût des transports en Allemagne), bibliothèque, salon de lecture et archives (*Archiv des Börsenvorstands*, contenant une documentation abondante relative à toutes les valeurs cotées à Berlin, et *Börsenarchiv*, contenant une documentation relative à toutes les autres valeurs).

cours officiels des négociations, c'est-à-dire le premier cours, le « cours unique » (*Einheitskurs*) — coté à treize heures, le samedi à midi,— et le dernier cours. L'exécution des ordres, à ces cours officiels, leur est exclusivement réservé. Chaque courtier assermenté opère sur un certain nombre de valeurs déterminées qui lui sont exclusivement attribuées. Toutes les valeurs officiellement cotées sont réparties entre courtiers assermentés, ceci chaque année, dans la première quinzaine de décembre, pour l'année prochaine.

Les *Kursmakler* opèrent en bourse par groupes de deux. Ils réunissent les ordres d'achat ou de vente confiés à chacun d'eux pour établir conjointement un cours. Chaque groupe cote une ou plusieurs valeurs du terme, une ou plusieurs valeurs du marché dit « variable » (exclusivement négociées au comptant) et de plusieurs valeurs négociées au « cours unique ». Le groupe qui cote une valeur déterminée se négociant au comptant et à terme, établit les deux cours, de même que le cours unique. Toutes ces transactions différentes, mais portant sur une même valeur sont exécutées par les mêmes intermédiaires et effectuées au même endroit. A Paris, au contraire, le marché à terme et le marché au comptant se tiennent sur des emplacements divers. L'activité des *Kursmakler* est étroitement surveillée par le Conseil d'administration de la Bourse d'une part, et de l'autre par leur Chambre syndicale, qui désigne à cet effet un Comité directeur (*Vorstand der Maklerkammer*), ceci indépendamment du contrôle exercé par le Commissaire du Gouvernement, et par la Chambre de l'industrie et du commerce. Ce Comité directeur a également pour mission d'arbitrer tous les différends pouvant ad-

venir entre membres de la communauté, ou bien entre eux et des tiers, de délimiter le champ d'action de chaque courtier sur le marché, etc.

Courtiers libres. — A côté des courtiers assermentés, il existe un certain nombre de courtiers libres (*freie Makler*), dont certains servent d'intermédiaires, d'autres travaillent pour leur propre compte. Ils constituent une chambre syndicale (*Maklergemeinschaft*) à laquelle ils confient la défense de leurs intérêts. Leur association est strictement privée. Les courtiers libres peuvent traiter telle ou telle valeur à leur convenance et se déplacer librement sur le marché. Ils ont également le droit d'opérer sur le marché hors-cote, interdit aux courtiers assermentés. Mais le caractère des transactions effectuées par ces courtiers libres est dépourvu d'aucun caractère officieux ou officiel. Ils traitent en dehors des trois cours principaux qu'ils n'ont pas la faculté de coter.

Cotations. — Les valeurs de la bourse de Berlin sont cotées en *pour cent* du montant nominal, exception faite pour les actions de compagnies d'assurances et de certaines sociétés coloniales ou étrangères cotées *en marks par titre*. De nombreuses sociétés émettent des coupures d'un montant nominal variable, mais toutes ces coupures ont la même valeur. L'acheteur peut aussi bien accepter des petites ou des grosses coupures, pourvu que le montant total corresponde à celui de son ordre. Sur le marché de Paris, il y a lieu d'établir une différence entre les coupures (par exemple celles de 5, 10, 20 ou 25 *titres*, d'une même valeur, leur cours est parfois assez sensiblement différent aussi y a-t-il

lieu de soigneusement vérifier les coupures, pour les valeurs qui en comportent plusieurs.

Les premiers cours sont établis à l'ouverture de chaque séance par les courtiers assermentés, compte tenu de l'offre et de la demande. Chaque groupe de courtiers après avoir examiné ses ordres de vente et d'achat fixe un cours qui permette d'exécuter la majeure partie des ordres qui lui ont été confiés. Ces premiers cours, permettent de compenser les ordres d'achat et de vente reçus en temps utile et centralisés, pour chaque valeur, par les courtiers de cours qui s'en occupent. Les transactions ont lieu ensuite de gré à gré, mais non à la crie. Les cours de clôture sont établis à quatorze heures et permettent également les compensations.

Marchés. — Les opérations se traitent à terme ou au comptant (ceci au cours unique ou aux cours « variables »), ou encore hors-cote. Les valeurs les plus importantes sont cotées à terme. L'unité de transaction est presque uniformément d'un nominal de 6.000 marks. Les Siemens et les Schuckert cotent cependant par quotités de 7.000 marks, et l'Otavi par 100 *titres*. Toutes les opérations qui ne sont pas traitées à terme sont effectuées au comptant.

Opérations au comptant. — Le règlement des opérations au comptant (*Kassageschäfte*) a lieu le deuxième jour ouvrable après celui de la négociation. Le règlement des opérations peut avoir lieu en dehors des institutions officielles. Cependant les banques, courtiers, sociétés financières ou autres, qui font partie de la « Banque de

Virements » (*Bank des Berliner Kassen Vereins*)¹ ont recours aux bons offices de cette dernière, qui permet d'éviter les livraisons effectives de titres en appliquant aux valeurs fongibles, négociées tant au comptant qu'à terme le principe du virement. Ce qui permet d'éviter la circulation d'un nombre de valeurs assez important; on exposera brièvement, par la suite, le fonctionnement de cet organisme.

Cours variables. — Ainsi qu'il a été observé, certains titres particulièrement importants qui ne cotent pas à terme, bénéficient de cotations *variables*, c'est-à-dire pouvant se répéter et varier dans le courant d'une même séance de bourse. Ces valeurs figurent à la cote officielle sous la rubrique *Fortlaufende Notierungen* (textuellement : « cotations ininterrompues »), à l'avant dernière page. L'unité de cotation varie entre 2000 et 6000 marks, selon les indications portées à la cote officielle. La plus importante des valeurs de ce groupe est la Reichsbank, dont l'unité de cotation est de 6000 marks nominal.

Cours unique. — En plus des cours du terme et des

1. Nous adoptons le nom de « Banque de Virements » pour désigner cet organisme spécial afin de bien souligner qu'il s'agit de *virements de titres*, et non de compensations.

En effet le règlement définitif des opérations implique le *virement seul aux titres*, et la compensation aux espèces. Ainsi, la banque Karl donne par chèque rouge l'ordre de verser 1.000 Otavi à la banque Hans, et cette dernière crédite, le même jour, la banque Karl de 800 Otavi. Au lieu de compenser les deux chèques-titres, ce qui se traduirait par une écriture unique créditant la banque Hans de 300 Otavi, l'Office central virera 1.000 Otavi au crédit de la banque Hans et 700 Otavi au crédit la banque Karl. Mais, par contre, les chèques-espèces de ces maisons seront compensés. Les banques sont évidemment libres d'effectuer la compensation titres en dehors de l'Office de virements, et de n'envoyer à ce dernier qu'un seul chèque-titres pour le virement du solde. La Chambre de liquidation de Berlin procède ainsi pour toutes les opérations du terme. Elle compense, et transmet ensuite les soldes définitifs à la Banque de Virements, qui effectue les virements de compte à compte.

cours variables le marché de Berlin connaît le cours unique (*Einheitskurs* ou *Kassakurs*) établi à treize heures (les samedis à midi) pour toutes les valeurs cotées à terme ou aux cours variables, ainsi que pour toutes les autres valeurs qui ne bénéficient point de ces cotations privilégiées. Seules des quotités minimum déterminées sont admises sur le marché à terme ou sur celui des cours variables. Pour toutes les autres valeurs ce cours unique est le seul cours officiel de la journée. On peut traiter au cours unique tous les multiples de la valeur *nominale* des coupures¹.

Opérations à terme. — Dans les négociations à terme, le paiement et la livraison des titres se trouvent, par suite d'un accord préalable entre les parties, reculés à une échéance ultérieure, dite liquidation. Ce marché est particulièrement important sur la place de Berlin, et la liste des valeurs se traitant à terme figure en dernière page de la cote officielle, sous la rubrique *Auf Zeit gehandelte Wertpapiere*. Le règlement des opérations a lieu en fin de mois, *ultimo*. Il n'existe qu'une seule liquidation mensuelle. Les transactions à terme ne peuvent être effectuées que par les membres du syndicat des transactions à terme (*Liquidationsverein für Zeitgeschäfte an der Berliner Wertpapierbörse*). Ce genre de transactions, interrompu pendant un certain temps, en vue de réfréner la spéculation, a de nouveau été autorisé à Berlin le 1^{er} octobre 1925.

On a déjà dit que l'unité de transaction était, à quel-

1. Dans les cas où des ordres sur des valeurs du terme ou du marché variable porteraient non sur des multiples entiers des quotités réglementaires, mais sur des rompus, ainsi sur 7.300 marks de A. E. G., on achèterait sur le marché 6.000 rmks à terme, et 1.300 rmks au cours unique comptant (ces montants sont entendus en valeur nominale).

ques rares exceptions près, un nominal de 6000 rmks. Dans les marchés à terme de la Bourse de Berlin, il y a lieu de distinguer, de même qu'à Paris, Bruxelles, Anvers les opérations à *terme fermes* et les opérations à *terme et à primes*, ou *options*.

Dans les opérations à *terme fermes*, l'acheteur s'engage à payer le prix de la transaction, le vendeur à livrer les titres, à une date ultérieure, le dernier jour ouvrable du mois, *ultimo*. Ces marchés ne peuvent être résiliés. Les parties doivent exécuter les clauses du contrat, ou bien se dégager par une opération effectuée en sens contraire, ou bien encore renouveler leur engagement pour une date ultérieure, autrement dit reporter leur position. Les négociateurs se trouvent, de ce fait, obligés de choisir entre :

1^o *L'exécution pure et simple*. — Le jour de la liquidation l'acheteur prend livraison de ses titres et paie le prix convenu, le vendeur livre les titres vendus et encaisse le montant de leur vente;

2^o *La compensation en liquidation par une opération en sens contraire*. — Le vendeur ou l'acheteur dénouent leur opération par une autre, effectuée en sens contraire, avant l'échéance du contrat, avant la liquidation. L'achat, ou la vente, se trouvent de ce fait compensés en ce qui concerne les titres, mais le prix des deux opérations étant rarement le même, il en résulte une différence d'espèces, à recevoir ou à payer chez l'intermédiaire ou le banquier. La compensation ainsi effectuée se résoud par un solde débiteur ou créateur, selon les cas.

3^o *Le report*. — Le spéculateur qui prévoit une hausse ou une baisse favorable à ses prévisions, peut « reporter »

l'exécution du contrat à un terme plus éloigné. Le mécanisme du report a été succinctement indiqué dans le chapitre consacré au marché de Paris, il n'y a pas lieu de revenir sur son application.

Les opérations à primes, ou options (*Prämien-geschäfte*) sont nombreuses et variées sur la place de Berlin. On sait qu'un marché à prime est un marché à terme conditionnel, c'est-à-dire qu'une des parties se réserve le droit de modifier la convention ou même de l'annuler, au moyen d'une certaine somme : prime, droit d'option (*Wahlrecht*), qu'elle s'engage à payer. Les risques se limitent pour l'intéressé au montant de la prime. Le marché de Paris ne connaît pratiquement qu'une seule modalité du marché conditionnel, la prime à l'achat, qui permet à l'acheteur (mais à l'acheteur seul, et non au vendeur) de résilier son achat contre l'abandon de cette prime, comparable en somme à une prime d'assurance. Londres en pratique cinq, *call*, *put*, *call of more*, *put of more*, *put and call*. Berlin connaît une quinzaine d'opérations à prime, permettant les combinaisons les plus variées. Toutes sont loin d'être en usage; les plus répandues sont les primes simples, les *Stellages*, et les doublures (*Nochgeschäfte*).

1^o *Primes simples*. — L'acheteur, ou le vendeur, se réservent le droit de résilier leur contrat contre l'abandon d'une prime. La prime à l'achat (*Vorprämie*, *Lieferungsprämie*), connue sur le marché de Paris, permet à l'acheteur de résilier son opération, c'est la *call* de Londres. La prime à la vente (*Rückprämie*, *Empfangsprämie*), accorde cette faculté au vendeur, genre d'opération inconnu sur la place de Paris et pratiqué à Londres sous le nom de *put*.

2° *Stellages*.— Le spéculateur conserve la faculté, à l'échéance du contrat, de livrer ou de lever les valeurs faisant l'objet de la convention. C'est le *put and call* anglais. L'opération est caractérisée par l'absence de prime, il n'est stipulé aucun dédit, l'opération ne peut être résiliée. Le titulaire de l'option se réserve simplement le droit d'*opter* entre une opération de vente ou une opération d'achat portant sur la quantité de titres fixée par la convention au moment de l'échéance.

3° *Nochgeschäft*. — Ce contrat permet à l'acheteur, ou au vendeur, de lever ou de livrer une quantité de titres supérieure à celle indiquée dans le contrat initial (le double, le triple, etc.). Opération qui, à l'achat, correspond au *call of more* anglais, et, à la vente, au *put of more*.

Les transactions à primes, les options, ne bénéficient pas d'une cotation officielle à Berlin. Les cours sont indiqués par les grands quotidiens financiers, mais ne figurent pas à la cote, *Amtliches Kursblatt der Berliner Wertpapierbörse*. Les cours du ferme servent de base à ces transactions, seul le montant de la prime est indiqué par les journaux. Ainsi, le 10 janvier nous achetons à prime 12.000 rmks de Farben à fin mars. Le cours du terme ferme étant 260%, le montant de la prime indiquée par les journaux 8, l'argent valant 7% l'an, l'opération donne lieu au décompte suivant : on ajoute à 260, cours de Farben à fin janvier ferme, le report pour deux mois, soit 3 (7% sur 260 pendant une durée de deux mois). On obtient ainsi le cours de Farben à fin mars, soit 263. A ce cours il y a lieu d'ajouter la prime 8 pour 100 marks nominal, qui valent 263%, et l'on obtient 271% pour la prime Farben à fin mars, soit 960 rmks à payer en cas d'abandon.

On terminera cet exposé en indiquant les principes essentiels du fonctionnement de la « Banque de virements » (*Bank des Berliner Kassen-Vereins*), qui constitue une particularité intéressante du marché de Berlin, du syndicat des transactions à terme (*Liquidationsverein für Zeitgeschäfte an der Berliner Wertpapierbörse*) et de la Caisse de liquidation, société anonyme (*Liquidationskasse Aktiengesellschaft*).

Banque de «virements».— La Banque de virements de Berlin (*Bank des Berliner Kassen-Vereins*)¹ a substitué à la livraison effective des valeurs fongibles, un système de virements qui permet de déplacer un minimum de titres et de résoudre les opérations de livraison au moyen d'écritures. Autrement dit, elle étend aux transactions en valeurs mobilières, négociées à terme, *et au comptant*, les procédés du virement et de la compensation appliqués aux espèces. Ce principe de la circulation immatérielle des titres, *stückeloser effektenverkehr*, permet d'économiser des frais de personnel considérables, en supprimant les trois quart du travail matériel. On évite ainsi, rien qu'à Berlin, le déplacement de plus de mille catégories de valeurs. De nombreux organismes de virements analogues ont été créés en province, notamment à Breslau, Dresde, Essen, Francfort-sur-Main, Hambourg, Cologne, Leipzig, Munich, Stuttgart. Ces banques spéciales (*Kassen-Vereine*, *Effektengirobanken*) constituent une association qui permet

1. MAX BESELER, *Die technische Ausführung des Stückelosen Effektenverkehrs und des interurbanen Giro-Effektenverkehrs im Deutschen Reiche*, dans *Bank-Archiv*, 1925, p. 15 ss.; MAX BESELER, *Der Deutsche Effekten-Giro-Verkehr und das Ausland*, dans *Bank-Archiv*, 1929, p. 293 ss.; notre article *La circulation immatérielle des valeurs mobilières*, dans la *Revue d'Economie politique*, mars-avril 1930, pp. 367-377. ALFRED ROUX, *La compensation et le virement des titres*, Troyes, 1931.

d'effectuer les virements de place à place (*Effektenverngiroverkehr*).

Sur chaque place, les banques sont affiliées au Kassen-Verein ou à l'Effektengirobank de leur ressort. Elles lui remettent chacune les titres leur appartenant en propre et, après autorisation légale de leurs clients, les titres dont elles sont dépositaires. Seuls les établissements financiers sont en contact direct avec ces organismes. La clientèle particulière ne participe à la constitution de ces dépôts que par l'intermédiaire des établissements financiers.

L'ensemble des titres classés par catégories de valeurs, constitue des dépôts collectifs qui restent la copropriété (*Miteigentum*) des déposants. Ceux-ci renoncent à prendre les titres individuels qu'ils ont déposés et conservent la faculté de retirer un nombre égal de valeurs de même espèce, de même nature, mais sans égard à leurs numéros. Aussi, est-il besoin de le souligner, seuls les titres fongibles peuvent être admis dans ces dépôts collectifs, à l'exclusion de toutes valeurs nominatives, à lots, amortissables, non libérés, etc.

La technique des opérations est fort simple, de même que la comptabilité qui comprend deux séries de comptes généraux : le compte « vivant » (*lebendes Konto*), subdivisé par déposants, et le compte « mort » (*totales Konto*), subdivisé par catégories de titres. La comparaison entre ces deux comptes permet divers contrôles. Un registre d'entrées et de sorties, où les titres sont inscrits dans l'ordre numérique de réception ou de retrait, constitue, d'autre part, un véritable inventaire des dépôts collectifs.

Trois documents permettent à la clientèle des banques

de virements de disposer de ses avoirs : 1^o *le chèque blanc*, utilisé pour les retraits de titres et aussi, par conséquent, pour les livraisons aux banques ne faisant pas partie des Kassenvereine; 2^o *le chèque rouge*, mandat de virement, comparable au mandat rose de la Banque de France pour les espèces. Tireur et bénéficiaire doivent, bien entendu, avoir un compte à la Banque de virements de leur ressort, ce qui est le cas en Allemagne, pour la grosse majorité des institutions financières; 3^o *le chèque vert*, qui permet d'affecter les valeurs déposées aux avances sur titres. Les valeurs indiquées par le déposant comme devant servir de garantie à une créance sont distraites du dépôt collectif, *mais en écritures seulement*, et portées à un compte spécial « nantissement » (*Pfandkonto*). La Banque de virements délivre ensuite à son client un chèque vert énumérant les valeurs placées en nantissement. Ce chèque est remis en dernier lieu au créancier, au prêteur de fonds.

Tous ces chèques, lorsqu'ils concernent les avoirs de la clientèle, ne peuvent être établis par les banques participantes que sur l'ordre formel des intéressés. Les chèques blancs et rouges sont utilisés aussi bien pour les opérations au comptant que pour les opérations à terme. Le rôle des intermédiaires n'est pas changé, seul le procédé de livraison est modifié. Dans la plupart des cas, les banques de virement rendent divers services accessoires aux établissements qui y sont rattachés, et peuvent également se charger du service financier des valeurs déposées dans leurs caisses.

*
* *

L'armature du marché à terme de la Bourse de Berlin est constituée par le Syndicat des transactions à terme,

et de l'autre par la Caisse de liquidation qui s'y rattache étroitement.

Syndicat des transactions à terme. — Le *Liquidationsverein* est un organisme professionnel et administratif n'ayant en aucune manière pour objet la réalisation de bénéfices sous quelque forme que ce soit. Il a pour but de permettre à ses adhérents d'effectuer des opérations à terme sur les titres admis à ce genre de transactions, et de faciliter, par l'entremise de la Caisse de Liquidation, les liquidations mensuelles. A cet effet, tous les membres du Syndicat sont astreints à centraliser à la Caisse de liquidation la comptabilité de leurs opérations à terme, et d'effectuer leurs règlements par l'entremise de cette dernière. La Caisse de liquidation est un organisme technique, autorisé à effectuer toutes les opérations de banque et de bourse dans la limite des règlements. Des bénéfices peuvent normalement découler de son activité.

Seuls les membres du Syndicat sont autorisés à effectuer en bourse des opérations à terme. Toutes personnes physiques ou civiles ne faisant pas partie du Syndicat ne peuvent valablement effectuer aucune transaction de ce genre sans passer par l'entremise d'un membre du Syndicat.

Chaque membre du Syndicat est responsable de ses propres engagements jusqu'à concurrence de la totalité de ses biens. Le dépôt d'une couverture dont le montant peut, selon les circonstances, être augmenté, constitue un fond de garantie commun qui établit la responsabilité solidaire de tous les membres du Syndicat pour les engagements de l'un quelconque de ses membres, mais

dans ce cas toutefois, seulement jusqu'à concurrence du montant de la couverture déposée.

Les membres du Syndicat sont tenus de s'accepter mutuellement comme partie contractante. Ils sont partagés en cinq catégories, selon leur importance. Le montant de leur dépôt de garantie (*Einlage*) varie en conséquence : 1^{re} catégorie, 250.000 rmks.; 2^e catégorie, 100.000 rmks.; 3^e catégorie, 50.000 rmks.; 4^e catégorie 30.000 rmks.; 5^e catégorie, 20.000 rmks.

D'autre part, toute opération à terme portant sur un montant égal ou supérieur à 100.000 rmks. implique le versement d'une garantie (en titres) supplémentaire, égale au moins à 5% du montant total de la transaction. Les membres de la 3^e catégorie sont tenus d'effectuer un dépôt supplémentaire égal à 10% du montant de toute transaction à terme dépassant 50.000 rmks.. D'ailleurs, à tout moment, il peut être exigé un montant de garantie supérieur.

Pour les opérations d'arbitrage, le montant de la couverture supplémentaire en titres est ramené à 2% du montant de la transaction, au lieu de 5%. Pour les opérations à primes, ou options, l'optionnaire n'est astreint à fournir qu'une garantie égale à la moitié de la prime, et au quart du stellage. Mais sa contre-partie est tenue de déposer la couverture réglementaire totale.

Caisse de Liquidation. — La *Liquidationskasse* est une société anonyme au capital de 50.000 rmks. réparti en cinquante actions de 1000 rmks chacune, toutes nominatives, émises à leur valeur et libérées du quart. Elle a pour objet le règlement effectif de toutes opérations à terme effectuées par les membres du Syndicat. Pour chaque opération, elle perçoit un « droit de risque »

(*Risikogebühr*) qui ne peut être supérieur à 0,50 rmks par partie contractante.

La Caisse de liquidation est gérée par l'Assemblée Générale de ses actionnaires (*Generalversammlung*), un conseil d'administration (*Aufsichtsrat*), un comité de direction (*Vorstand*), composé de deux membres désignés par le conseil. D'autre part un comité de contrôle (*Ueberwachungs-Ausschuss*) est chargé de prendre les décisions urgentes, notamment celles relatives aux ouvertures et aux exécutions d'office.

COURTAGES, COMMISSIONS ET IMPOTS

Courtages.

1. Actions :

1) Actions cotées à terme	3/4 0/00
2) Actions d'assurances	1 1/2 —
3) Autres actions	1 —
4) Droits de souscription	1 —

2. Obligations :

- 1) Emprunts du Reich 1923 0,50 0/00
- 2) Emprunts publics et obligations diverses non libellés en marks-papier :
 - a) Si ces titres produisent intérêt 0,75 0/00 de leur valeur nominale
 - b) Si ces titres ne produisent pas intérêt 1,00 0/00 du cours
- 3) Mêmes valeurs libellées en marks-papier 1,25 0/00 du cours
- 4) Valeurs étrangères à revenu fixe :
 - a) Cours supérieur à 20 % . 1, » 0/00
 - b) Cours inférieur à 20 % . 1,50 0/00

Le minimum perçu est de 0,30 rm.

Les reports sont effectués franco.

Commissions.

Le montant des commissions perçues par les intermédiaires pour la négociation de ces diverses catégories de valeurs est établi comme suit :

1. Actions :

1) Actions ordinaires cotées ou non cotées à terme	2, » 0/00
2) Actions de priorité Reichsbahn.....	1,25 —
3) Droits de souscription (avec maximum de 1/6 de la valeur du droit)	2, » 0/00

2. Obligations :

- | | |
|--|----------------------|
| 1) Emprunts du Reich 1923..... | 1,25 % ₀₀ |
| 2) Emprunts publics et obligations diverses non libellées
en marks-papier | 1,25 % ₀₀ |
| 3) Emprunts publics et obligations diverses libellés en
marks-papier..... | 2, " % ₀₀ |

Le minimum de commission perçu sur les opérations de Bourse est de 0,50 rm.

Droits fiscaux.

1. Taze sur opérations de Bourse :

- | | |
|--|------------|
| 1) Actions et droits de souscription | 0,037500 % |
| 2) Emprunts publics, à l'exception de l'Emprunt du Reich
1923, exonéré d'impôts | 0,010000 % |
| 3) Obligations hypothécaires | 0,015000 % |
| 4) Autres obligations | 0,025000 % |
| 5) Reports | 0,009375 % |

Minimum perçu : 0,10 rm. par 100 rm.

■ Pour les ordres à terme, une taxe fixe de 0,50 rm. est perçue en outre sur chaque opération.

LA BOURSE DE GENÈVE

Jadis agricole, la Suisse s'est transformée, au xix^e siècle, malgré l'absence de houille et avant la mise en valeur de ses forces hydrauliques, en un pays industriel. Admirablement placée au centre de l'Europe et sur le chemin de toutes les grandes voies de communication, la Suisse est parvenue à force de travail et de persévérance à adapter son agriculture et ses industries à des conditions physiques défavorables.

Parmi les villes suisses Genève se trouve dans une situation particulièrement avantageuse. Sa position géographique la maintient, dès le xviii^e siècle en étroit contact avec la France, l'Autriche, l'Allemagne et l'Italie. Ville de négociants et de financiers, où déjà Henri IV aurait contracté un emprunt et l'activité de Law suscité des enthousiasmes — suivis peut être de quelques déceptions, — ses habitants actifs et travailleurs ne craignent pas de s'expatrier pour aller chercher fortune ailleurs. Mais de Turin, de Paris, de Londres ou de New-York ils continueront à entretenir des rapports étroits avec la mère-patrie.

Banquiers avisés et prudents, les genevois entretiennent des relations d'affaires suivies avec tous les autres centres financiers de l'Europe. Des opérations

considérables en devises se traitent couramment à Genève, où, dès 1795, le nombre des « agents de change », dans le sens propre du terme, aurait été fixé à cinq par un projet de loi¹.

L'institution des agents de change de Genève, qui à l'origine remplissaient les fonctions de cambistes, ne devait pas tarder à se développer. Il en existait de fait plusieurs en 1830, mais les opérations en titres étaient encore rares et ne portaient que sur quelques valeurs comme les actions du Canal du Rhône au Rhin, par exemple. Devises, lettres de change, escompte, matières d'or et d'argent, constituaient surtout l'objet des transactions assurées par l'entremise de ces « courretiers ».

Pendant les guerres napoléoniennes, la Suisse, mieux partagée à cet égard que les autres pays de l'Europe, jouit de la paix. Les industries anciennes, l'horlogerie, les tissus, coton, soie, broderies, prennent un nouvel essor auquel la neutralité perpétuelle de la Suisse, proclamée le 20 mars 1815, ne peut que contribuer. Les relations de famille ou d'amitié entre maisons de Genève et de Paris activent le développement d'un courant d'affaires animé entre les deux capitales. Les actions Orléans-Vierzon, les obligations des Mines de la Loire attirent l'attention des négociateurs, de même que la rente du Piémont 5%, qui ne tarde pas à devenir la vedette du marché de Genève. Les transactions sont, le plus souvent, réglées directement entre acheteurs et vendeurs; le règlement des opérations est facilité par une caisse centrale de paiements et de virements, la « Caisse

1. AMI BORDIER, *Notice sur la Société des Agents de change de Genève*, 2^e édition, Genève, 1913.

Revilliod et Mare », remplacée en 1845 par la Banque de Commerce.

Les transactions boursières se développent régulièrement sur la place de Genève jusqu'en 1848, où la révolution déclanche à Paris une panique financière qui oblige les banques françaises à interrompre leurs paiements. Les relations étroites entre Paris et Genève déterminent une répercussion brutale de cet état de choses sur la place suisse, où l'on assiste à une chute vertigineuse des cours. Mais le calme finit par renaître, les affaires reprennent leur cours normal et les agents de change genevois peuvent de nouveau s'adonner à leurs transactions.

A cette époque, les agents de change de Genève travaillaient chacun à sa guise, sans monopole, sans cautionnement, sans privilège, sans contrôle et sans règlement. Une cote des changes publiée en 1849 par un agent de la place, J. Reverdin, détermine la constitution du premier groupement professionnel des agents de change de Genève. Cette cote, publiée de bonne foi évidemment, mais par un seul agent, suscita les protestations de ses confrères. L'intéressé refusa de suspendre cette publication, mais il proposa par contre à ses collègues de se réunir chaque jours en vue d'établir cette cote en commun. La proposition fut adoptée et la *Société des Agents de Change Réunis* se trouva constituée à Genève par la Convention du 26 février 1850, « sans acte authentique » et indépendamment des pouvoirs publics. Il fut décidé de publier une cote régulière des effets publics, changes, matières d'or et d'argent, but qui serait atteint « par une réunion des agents de change dans un local où ils puissent se rencontrer régulièrement et traiter

d'affaires qu'ils n'auraient pu effectuer directement.

La hausse générale et le développement des affaires, déterminées par l'établissement de l'empire en France en 1852 stimula l'activité boursière. La place de Genève refléta cet état de choses et bientôt l'ampleur des transactions engagea les banquiers genevois à demander leur admission dans le local où se traitaient leurs affaires. Un *modus vivendi* fut adopté par la Réunion des maisons de banque et de commerce et par la Réunion des agents de change. La séance quotidienne fut fixée entre onze heures et midi. La cote fut établie par les agents de change immédiatement après les transactions, et on loua deux pièces en remplacement de la chambre unique précédemment occupée. Dans l'une de ces pièces se tenaient les banquiers ou leurs représentants, dans l'autre les agents de change qui traitaient les opérations.

Le développement de la société et de son activité ne tardèrent pas à devenir considérables. Le huis-clos fut supprimé et les séances furent transportées dans un immeuble appartenant à la Banque de Commerce, rue Centrale, où dans une vaste salle les banquiers entourèrent la corbeille autour de laquelle prirent place les agents. Simultanément on institua les opérations à la crieée, telles qu'elles se pratiquaient sur le marché de Paris.

Une intervention malheureuse de l'Etat en 1856 tendit à modifier le caractère de la convention primitive en accordant libéralement à tout élément étranger au groupement des agents de change le droit de prendre part aux transactions, sous réserve d'une simple formalité d'inscription à la Chancellerie d'Etat. Mais les protestations

légitimes soulevées par cette mesure arbitraire finirent par obtenir gain de cause « un agent solvable ne pouvant pas s'exposer à être obligé, dans un lieu public, de conclure des affaires à terme avec le premier venu ». Le Gouvernement autorisa les agents à conserver leur constitution en un groupe privé, avec son administration propre et ses règlements, se recrutant lui-même et possédant sa propre corbeille, le groupement professionnel constituant « *une société privée qui opère dans sa corbeille laquelle est placée dans un local de l'Etat ouvert à tout le monde* ».

Dans la deuxième moitié du xix^e siècle, les négociations en valeurs mobilières acquerront en Suisse une importance considérable. Les attributions initiales des agents de change, achats et ventes de devises, de matières d'or et d'argent, seront reléguées au second plan et abandonnées à un associé, ou même à un commis subalterne qui prend le nom de « cambiste » (de l'italien *cambio*, change). Au début de cette période Genève reste la principale et presque unique bourse suisse. Zurich et Bâle ne seront, en effet, organisées qu'en 1875 et 1876¹. Pendant la guerre de Sécession américaine (1861-1866) Genève et Francfort seront parmi les premières villes continentales qui oseront acheter des valeurs aux Etats-Unis. En 1861 Rockefeller commence à s'adonner au raffinage de l'huile, vers cette époque également s'ébauche le mouvement de concentration et de

1. Huit places effectuent actuellement les transactions officielles en Suisse. Genève, Zurich et Bâle sont les plus importantes. Genève est surtout un centre de placements, tandis que Zurich, plus important en ce qui concerne le volume global des échanges, s'affirme, depuis la guerre surtout comme un centre plus spéculatif.

fusion de la métallurgie et de l'acier dont Carnegie prendra l'initiative.

L'union de plusieurs banques genevoises, qui se maintient dans sa forme primitive jusqu'en 1872, connue sous le nom de « Syndicat », se consacre à l'étude des affaires venant de l'étranger. Ce Syndicat fut remplacé par l'Association Financière de Genève, constituée par des banques privées, en vue d'étudier de vastes opérations financières et d'y participer. On observera que la banque privée, dont la principale activité est la gérance des fortunes, a gardé de nos jours le plus d'importance à Genève et à Bâle, où des le début du XIX^e siècle la banque est considérée comme une carrière honorable et de nombreuses familles patriciennes constituent des générations de financiers. Ces banquiers exercent une action profonde sur les affaires d'Etat. Leur compétence, leurs traditions, leurs qualités morales, expliquent l'importance du rôle économique et politique qui leur est dévolu.

La guerre de 1866 entre la France et l'Italie d'une part, l'Autriche et les Etats du centre de l'Allemagne de l'autre, détermine des fluctuations graves que certaines maisons genevoises ne sont pas en état de supporter. La rente Piémontaise 5%, devenue en 1862 la rente Italienne 5%, tombe de 66 à 37,50, pour rebondir au moment de la signature de la paix à 58 et retomber ensuite à 44. Cette instabilité se répercute également sur la Société des Agents de Change de Genève dont la composition fut assez sensiblement modifiée et qui, en 1870, ne compte plus que quinze membres. Mais les hostilités franco-allemandes qui se déclanchent à cette époque exercent, par contre une activité favorable sur l'activité

du marché, du fait de l'expatriation des capitaux français. Entre 1870 et 1880 les échanges reprennent à une allure accélérée et le nombre des agents de change remonte à vingt. L'activité des chemins de fer se manifeste, le tunnel du Saint-Gothard est percé en 1872, le premier train le traverse le 1^{er} novembre 1881. Le tunnel du Simplon vient d'être commencé, l'Italie participe aux frais du percement.

Mais dès 1878 des symptômes alarmants s'annoncent, la spéculation commence à se développer. A l'étranger, surtout en France vers 1880, son allure devient malsaine et exagérée, « là comme en Allemagne et en Italie, de nombreuses sociétés industrielles et financières surgissaient de tous côtés; les émissions de titres de tous genres se succédaient et étaient enlevées, souvent avec de fortes primes par un public surexcité ». Des intermédiaires dont les antécédents et la compétence sont ignorés envahissent les marchés, novices et bornés, ignorants en matière financière, politique ou boursière, ces « animateurs » se font de la spéculation un drapeau et érigent en dogme la hausse continue. Ils contribuent à répandre dans le public des épargnants et des petits porteurs la soif du gain rapide et facile. Le krach de 1882 à Paris, à Lyon et sur d'autres places étrangères déclanche une crise des plus violentes et amène de nombreuses déceptions. Sérieusement atteinte, la Bourse de Genève se voit dans l'obligation de suspendre momentanément les opérations à terme. Les années qui suivent 1883, 1884 et même 1885 sont empreintes de malaise et constituent une période de marasme prolongée qui engendre des troubles sociaux. Les faillites, le déficit financier de nombreuses compagnies de chemins de fer auxquelles par-

ticipent non seulement les particuliers mais aussi les cantons et les communes, affaiblissent les forces du radicalisme conservateur. Le parti socialiste, fondé en 1888, ne tarde pas à manifester son activité par de nombreuses grèves qui entravent l'activité des populations laborieuses et dont la plus violente et la plus étendue sera déclanchée en 1902 à Genève.

Depuis son origine, la Bourse de Genève s'était surtout intéressée aux fonds d'Etat, titres de chemins de fer, obligations diverses, à l'exclusion des valeurs industrielles (valeurs du gaz excepté) considérées, de même qu'aux Etats-Unis vers la fin du dix neuvième siècle, comme dangereuses. Mais le rachat des chemins de fer par la Confédération Nationale, rachat qui entraînait dans sa première phase, allait rendre disponibles des capitaux importants et orienter la place vers l'industrie précisément : mines, filatures, ciments, terrains de construction, immeubles, forces hydrauliques, électricité. Peu au courant, au début, des affaires industrielles, les genevois se lancèrent dans différentes affaires en Europe, en Afrique, en Amérique et leur « confiance souvent aveugle » ne fut pas toujours justifiée par les résultats. L'année 1901 notamment fut particulièrement troublée, non par la spéculation boursière cette fois, mais par les excès de l'industrie qui ne pouvait rémunérer convenablement les capitaux énormes qu'elle avait absorbé. L'équilibre parvint à se rétablir et pendant la grande-guerre (1914-1918) la Bourse de Genève fut une des rares places qui fonctionnèrent pendant toute la durée des hostilités. Depuis la paix, l'activité des Bourses suisses s'est considérablement augmentée et leurs banques ont attiré des capitaux du monde entier.

Organisation du marché.

La Bourse de Genève est régie par la loi générale et le règlement sur la Bourse de Genève, publiés par ordre du Conseil d'Etat en conformité au dernier paragraphe de la loi du 27 juin 1857, autorisant la publication en un seul corps de la loi du 20 décembre 1856 sur la Bourse de Genève, modifiée par les lois des 3, 20 et 27 juin 1857. Elles sont suivies du Règlement du 4 juin 1857, modifié par l'arrêté du Conseil d'Etat du 26 juin de la même année.

Administration. — Le règlement de la Bourse de Genève en vigueur jusqu'au 31 décembre 1930 remontait au 31 décembre 1927. Il avait été publié par la *Société des Agents de change de Genève*, dont l'association est soumise aux statuts du 17 mai 1913, modifiés le 6 juillet 1923. Mais à partir du 1^{er} janvier 1931, l'administration du marché a passé à la *Chambre de la Bourse*, nouvellement constituée, dans laquelle sont représentées les agents de change, banquiers et établissements de crédit suisses de Genève. Chacun dispose d'une voix délibérative. La société des Agents de change a abandonné à cet organisme une partie de ses prérogatives administratives du marché. Le nouveau règlement de la Bourse de Genève¹ est calqué sur le règlement de la société des Agents de change. L'admission des valeurs à la cote est maintenant du ressort de la Chambre de la Bourse qui

1. *Règlement de la Bourse de Genève*, publié par la Chambre de la Bourse de Genève, société coopérative approuvé par arrêté du Conseil d'Etat du 2 septembre 1930 et adopté par l'assemblée générale de la Chambre de la Bourse du 5 novembre 1930.

a repris le secrétariat général institué par les agents de change. Le secrétaire de la Bourse est nommé par la Chambre. Cette dernière, aux termes de l'article 65 du règlement, assume envers l'Etat de Genève les obligations suivantes : 1^o elle lui verse cinquante pour cent (50%) du produit des abonnements annuels pour droits d'inscription des valeurs à la cote officielle; 2^o elle perçoit pour le compte de l'Etat, un émolument de 0,10 *pour mille* sur toutes les opératipns (achats et ventes) effectuées en Bourse, ainsi que sur toutes celles effectuées hors Bourse sur des titres officiellement cotés en Bourse; 3^o elle lui paie un impôt annuel dont le montant est fixé après entente entre le département des Finances et la Chambre de la Bourse.

Intermédiaires. — Les agents de change de la Bourse de Genève sont les intermédiaires officiels du marché. Le nombre des membres de la Société des Agents de change de la Bourse de Genève est, en principe, illimité; actuellement de onze membres, liés par une responsabilité solidaire limitée jusqu'à concurrence d'une somme assez élevée.

Pour faire partie de la société il y a lieu de satisfaire aux conditions suivantes :

1^o être présenté par deux sociétaires et cautionné par chacun d'eux individuellement pendant deux ans, le montant de la caution étant fixé par l'assemblée générale des agents de change;

2^o être inscrit à la Chancellerie d'Etat en qualité d'agent de change;

3^o avoir déjà exercé cette profession sur la place de Genève pendant une année au moins, soit sous son pro-

pre nom, soit comme associé gérant responsable et solidaire d'un agent de change;

4^o justifier d'une certaine fortune;

5^o fournir une caution;

6^o être admis par l'assemblée votant au scrutin secret;

7^o prendre par écrit l'engagement de se soumettre aux statuts et règlements;

8^o verser un droit d'entrée, indépendamment de la contribution annuelle entière pour l'année en cours.

Les agents de change de la Bourse de Genève sont des intermédiaires dont l'activité se borne à exécuter les ordres reçus. Il ne leur est pas interdit cependant d'avoir leur clientèle et de gérer les capitaux qui leur sont confiés. Ils sont absolument libres d'accepter ou de refuser un candidat qui, en dehors de leur assentiment, doit également obtenir l'agrément du conseil d'Etat. Ils n'exercent aucun monopole. Les négociations peuvent être effectuées en dehors de leur entremise.

Commissaire d'Etat. — Le commissaire d'Etat, nommé par l'Etat, reçoit des émoluments fixes. Il est chargé de veiller à la bonne tenue du marché. Il proclame les cours arrêtés entre contractants pendant les séances de Bourse, par l'entremise d'agents officiels. Il fait enregistrer sur des registres spéciaux les opérations effectuées, d'après les bordereaux présentés. Seules ces opérations officiellement inscrites ont valeur légale. Il peut également certifier les transactions effectuées entre parties qui ne sont pas agents de change et qui n'ont pas eu recours aux bons offices des intermédiaires officiels.

Admission des valeurs à la cote. — « Toute valeur négociable peut être cotée à la Bourse de Genève. Cependant le Conseil d'Etat pourra interdire la cote de valeurs non légalement constituées, et de toutes valeurs étrangères provenant de pays où les valeurs suisses seraient interdites dans les cotes des Bourses de Commerce¹ ».

Les demandes d'admission sont adressées à la Chambre de la Bourse accompagnées de pièces certifiant que les formalités légales ont été accomplies, de cinq exemplaires du prospectus d'émission, de cinq exemplaires des statuts et des deux derniers rapports du conseil d'administration, pour les sociétés.

Les coupons et titres remboursables des valeurs admises à la cote de la Bourse de Genève doivent être payables sans frais sur cette place, de même pour le renouvellement des feuilles de coupons ou les échanges de titres. Les modifications du capital social, les tirages ou tous autres renseignements relatifs à ces valeurs doivent être publiés dans au moins un organe de presse genevois.

Seules les sociétés ou les emprunts d'un montant minimum de *un million de francs suisses* peuvent faire coter leurs titres à Genève. La Chambre de la Bourse peut toutefois admettre des dérogations à cette règle en faveur de titres genevois, de même qu'elle peut introduire à la cote certaines valeurs dont l'admission n'aurait pas été demandée, dans les cas où leur admis-

1. Loi générale publiant la Loi du 20 décembre 1856 pour l'établissement d'une Bourse de Commerce à Genève, avec les modifications introduites par les Lois des 3, 20 et 27 juin 1857, titre premier, article 2.

sion présenterait un intérêt général, même si leur capital est inférieur au minimum réglementaire.

L'inscription d'une valeur à la cote officielle n'entraîne aucune responsabilité de la Chambre de la Bourse qui peut toujours accepter, refuser ou supprimer l'inscription d'une valeur, sans avoir à motiver sa décision.

Chaque valeur cotée est soumise au paiement d'un droit annuel à verser entre les mains du trésorier de la Chambre de la Bourse. Le montant de ce droit varie en raison de l'importance de la société émettrice, soit :

Fcs. S. 100, jusqu'à cinq millions de francs de capital inclusivement;

Fcs. S. 200, de cinq à dix millions de francs inclusivement;

Fcs. S. 300, au dessus de dix millions.

Les valeurs introduites à la cote après le 30 juin paient demi-tarif pour la première année. Les emprunts du Canton et de la Ville de Genève en sont exonérés.

Les valeurs n'ayant pas acquitté le droit annuel, celles qui n'auront donné lieu à aucune transaction pendant un an, ou celles dont la radiation aurait été demandée par la Chambre de la Bourse peuvent être radiées de la cote.

La publication de la cote officielle de la Bourse de Genève (imprimée sur papier blanc) est assurée par la Chambre de la Bourse, qui peut autoriser des organisations privées à utiliser ses clichés pour l'impression de cotes particulières (imprimées sur papier de couleur).

En ce qui concerne les valeurs non cotées officiellement, les transactions portant sur ces valeurs peu-

vent, à titre exceptionnel, être inscrites sous la rubrique « hors-cote », avec l'assentiment du Bureau de la Chambre de la Bourse.

Bons de livraison. — Dans l'attente des titres, provisoires ou définitifs, les maisons émettrices ou introductrices ont la faculté de mettre en circulation des *bons de livraison*, négociables sous réserve d'endossement par une maison, membre de la Chambre de la Bourse, s'engageant à les échanger par la suite sans frais.

Cotations. — Les transactions officielles sont effectuées à la criée. Elles se traitent autour de la corbeille par les agents de change, leurs associés ou leurs représentants dûment autorisés. Les cours de la corbeille de la société des Agents de change sont les cours officiels de la Bourse de Genève. Le secrétaire de la Bourse est chargé en permanence de surveiller et de contrôler la cote. Il doit empêcher la cotation d'un cours qui n'aurait pas été établi consciencieusement, selon la loi de l'offre et de la demande, ou qui serait « un cours de surprise ».

Les cours sont établis pour des quotités de *cinq titres* ou 5000 francs suisses de capital nominal (ou l'équivalent de 5000 francs suisses pour les valeurs libellées en monnaies étrangères). Les quotités sont fixées à *vingt-cinq titres* pour les valeurs d'un montant nominal inférieur à cinquante francs suisses. Ceci pour les opérations au comptant ; pour les opérations à terme il est prévu des quotités de 10, 20 et 25 titres. Il en sera question ci-dessous.

Les titres sont cotés en *pour cent* de leur valeur nominale ou en *francs par titre*. Pour les fonds cotés en

pour cent, les cours s'établissent par écarts de 0,05 cms. pour cent. Pour les valeurs cotées en francs par titre, par écarts, pour les *obligations* : 0,25 cms.; pour les *actions* : 1 franc, avec un cours intermédiaire de 0,50 cms (et exceptionnellement 0,25 cms pour les actions d'une valeur nominale inférieure à 100 francs).

Les valeurs qui se traitent en « pour cent » sont marquées en % à la cote, tels les fonds d'Etat fédéraux. Les fonds cantonnaux et la plus grande partie des obligations sont cotées en francs, intérêts compris. Les fonds fédéraux, les emprunts de chemins de fer suisses inscrits au début de la cote se traitent en pour cent, intérêts non compris, ces derniers donnant lieu à un décompte supplémentaire.

Les cours sont inscrits à la suite les uns des autres, au fur et à mesure des transactions. Les quotités inférieures à cinq titres sont indiquées entre parenthèses, à moins que des transactions portant sur des quotités réglementaires n'aient déjà été enregistrées.

Nature des transactions. — Les opérations se traitent à la Bourse de Genève au comptant, « l'émission », et à terme¹.

1. Les *titres amortissables* par voie de tirage au sort et les *valeurs à lots* sont négociées avec droit au tirage jusque et y compris la Bourse qui précède le jour du tirage. Pour toute transaction en titres de cette nature, jusque et y compris l'avant-veille du tirage, la livraison doit avoir lieu avant la Bourse de la veille du tirage, sous peine de rachat d'office à ladite bourse. Les négociations conclues la veille du tirage s'entendent toujours en titres livrables le jour même. Le droit de recours de l'acheteur auquel on a livré un titre irrégulier est de un an contre celui qui a livré le titre. Les *droits de souscription* se négocient jusqu'à la veille de la clôture de la souscription et doivent être livrés au plus tard le jour de la clôture, deux heures avant celle-ci. L'acheteur de titres nominatifs non libérés ou dont le transfert est soumis à l'approbation préalable de la société émettrice, non agréé comme actionnaire, doit néanmoins payer le prix de la transaction au vendeur. Il appartient à l'acheteur éconduit de trouver un nouvel acquéreur et d'indemniser, s'il y a lieu, le vendeur de tout préjudice pouvant résulter de cette négociation.

Les opérations entre agents de change sont personnelles et directes. Les transactions en rentes ou obligations sont effectuées généralement au comptant. En principe, les négociations par 20 ou 25 titres et multiples, et par 10 titres et multiples pour les valeurs dont le cours est supérieur à 1000 francs, sont toujours effectuées à terme, sauf stipulation contraire.

1. *Opérations au comptant.* — L'acheteur est tenu de verser le prix de la transaction contre livraison des titres. Les titres au porteur, négociés au comptant, doivent être livrés par l'agent vendeur *avant la cinquième Bourse* qui suit celle de la négociation. Après ce délai, l'agent acheteur met l'agent vendeur en demeure, par lettre, de lui livrer les titres. *Dès la quatrième Bourse qui suit la mise en demeure, et après avis de rachat* présenté avant dix heures à l'agent vendeur, qui doit le retourner signé, l'acheteur fait procéder au rachat dans les vingt-quatre heures qui suivent, franco courtage, aux risques et périls du vendeur. Le refus de signer l'avis de rachat ne suspend pas ce dernier.

Le règlement des opérations de Bourse entre Maisons de la place de Genève se fait obligatoirement par l'entremise de la Banque de Dépôts et de Crédit, où toutes les Maisons sont tenues d'avoir un compte de virements. Le rôle des bons de virements de la Banque de Dépôts et de Crédit est analogue à celui des mandats roses de la Banque de France, sur la place de Paris.

Les opérations effectuées au comptant sont confirmées par un *bordereau* du vendeur à l'acheteur. Ces bordereaux doivent être remis à l'acheteur au plus tard une heure avant l'ouverture de la Bourse suivante. Il appartient à l'acheteur de réclamer si la pièce ne lui

est pas remise en temps utile. Contrairement à ce que l'on observe sur d'autres places, l'acheteur n'a pas de document à établir et à délivrer.

Garanties. — L'exécution d'un ordre par un agent de change implique le dépôt d'une « couverture » dont le montant est fixé au moins à 20 % de la transaction. En cas de fluctuations défavorables, le client est tenu de compléter sa couverture sans retard. A défaut d'exécution, l'agent met son client, par lettre recommandée ou dépêche, en demeure de compléter sa garantie et peut le surlendemain liquider d'office la position du client et réaliser les titres remis en couverture. Sauf stipulation contraire, les titres remis en couverture sont réalisables, sous avis, en tout temps pour tout le solde débiteur. D'autre part, les titres ou espèces appartenant à un client constituant, sous réserve d'avis adressé à leur possesseur, des couvertures anticipées pour tous débits éventuels.

2. *Opérations « à l'émission ».* — Une liquidation spéciale, à fixer pour chaque cas déterminé, est établie par la Chambre de la Bourse pour les valeurs traitées « à l'émission ». Eventuellement ces opérations peuvent être réglées au jour le jour en *bons de livraison*, à condition toutefois, que ces bons aient été endossés par une Maison, membre de la Bourse, qui s'engage ainsi à les échanger sans frais, par la suite, contre des titres définitifs.

3. *Opérations à terme.* — Les opérations à terme ne portent que sur les titres au porteur, achetés ou vendus, en liquidation, avec tous les droits qu'ils comportent. Les quotités prévues sont de 10, 20 et 25 titres, ou multiples de ces quotités initiales.

La quotité normale est de 25 titres. La quotité de 20 titres est prévue pour les valeurs spécialement indiquées à la cote. Celle de 10 titres pour les valeurs dont le cours est supérieur à 1000 francs suisses. Les fonds d'Etat et obligations qui cotent en « pour cent » se traitent à terme par quotités de 10.000 francs de capital nominal (ou équivalence approximative en monnaies étrangères, £ 400, \$ 2000, \$ m/n 5000). Toutes les opérations portant sur les quotités indiquées sont effectuées à terme, sauf avis contraire.

Les opérations à terme doivent être confirmées par un *engagement* en double exemplaire, établi par le vendeur. Un de ces exemplaires, signé par le vendeur reste aux mains de l'acheteur qui signe l'autre document et le retourne au vendeur. De même que pour les opérations au comptant, l'acheteur n'a pas de pièces à établir et à délivrer. Les « engagements » doivent être en mains de l'acheteur au plus tard une heure avant l'ouverture de la prochaine Bourse. Il lui appartient de réclamer en cas de retard.

Liquidations. — Les liquidations ont lieu une fois par mois, en fin de mois. Elles durent quatre jours. Dès et y compris le 15 de chaque mois, les opérations peuvent être traitées fin prochain. Les primes peuvent être traitées fin courant ou fin prochain, dès le 1^{er} de chaque mois. L'ordre des opérations de la Liquidation est le suivant :

1^{er} jour (avant dernier jour du mois¹), réponse des primes et fixation des cours de compensation par le bureau de la Chambre de la Bourse. Le bureau se base sur les cours cotés ce jour, ou à leur défaut, sur les cours offerts et demandés ce jour-là.

1. Il n'est question que des jours de bourse ouvrables.

2^e jour (dernier jour du mois), établissement des feuilles de liquidation; pointage de la feuille « banquiers ».

3^e jour (lendemain), pointage de la feuille « agents »; règlement des Maisons débitrices au liquidateur, en bons de la Banque de Dépôts et de Crédit.

4^e jour (surlendemain), livraison des titres au liquidateur qui paie les Maisons créancières en bons de la Banque de Dépôts et de Crédit, et remet les titres aux acheteurs.

Seuls prennent part aux liquidations les agents de change et la Banque de Dépôts et de Crédit qui représente les organismes bancaires de la place. Les titres sont livrés au liquidateur par paquets de 10, 20 ou 25, selon les valeurs, accompagnés d'un bordereau numérique signé et d'un reçu que signera le liquidateur. Le tout renfermé dans des enveloppes spéciales vendues par le secrétaire de la Chambre de la Bourse, et dont l'ouverture est faite dans le local de la liquidation, par les chefs de Maisons ou par leurs représentants autorisés. Toutes les livraisons en titres doivent être effectuées en titres, sauf dans les cas, où après accord des deux parties, les valeurs sont remplacées par un *bon de titres*, accepté par la Maison qui doit le recevoir. Les Maisons qui n'auraient pas effectué en temps utile leurs livraisons en titres ou en bons dûment acceptés peuvent être rachetées d'office par le Comité, une fois les délais réglementaires échus.

Escompte. — Comme règle générale, les opérations à terme ne peuvent donner lieu à des livraisons anticipées, ou *escompte*. Mais, dans le cas où un tirage ou une souscription ne permettraient d'exercer le droit

attaché au titre qu'avant la livraison en liquidation, l'acheteur doit prévenir le vendeur de son intention de lever les titres en envoyant un avis d'escompte. La livraison doit être effectuée dans les cinq bourses qui suivent cet envoi, sinon les titres peuvent être rachetés d'office aux risques et périls du vendeur. Le paiement des titres se fait le jour de la livraison pour le total de la somme due en liquidation, sans escompte.

Délégation. — Les délégations de titres sur l'étranger doivent porter la signature du tireur, et celle de l'endosseur en blanc. D'autre part, la fiche qui les accompagne doit être acceptée par la Maison qui doit les recevoir.

Courtages. — Les courtages, fixés par les tarifs officiels, sont perçus sur toutes opérations effectuées tant à la vente qu'à l'achat. Les courtages sont calculés sur les montants effectivement traités. Les droits de souscription sont soumis à un courtage spécial. Les Maisons de la place de Genève bénéficiant d'un courtage réduit sont énumérées sur une liste affichée en Bourse. Les tarifs réduits ne sont applicables aux bénéficiaires que si ces derniers perçoivent de leurs correspondants et clients un courtage au moins égal au tarif officiel adopté. Le courtage est calculé sur le cours plein des titres, même s'ils ne sont pas entièrement libérés. Le courtage sur les reports est réduit de moitié. A titre exceptionnel, les obligations dont le remboursement vient à une échéance inférieure à douze mois peuvent être échangées hors-bourse franco courtage.

TARIF DES COURTAGES DE LA BOURSE DE GENEVE

Courtages sur cours cotés :

Jusqu'à Fr. S.	25	0,25
—	50	0,30
—	200	0,50
—	500	1,25
—	800	1, »
—	1.000	2,50

Les valeurs cotées en % paient un courtage *sur le pair* de :

Jusqu'à 25 %	0,65 ⁰ / ₁₀₀
— 50 %	1,25 —
— 75 %	2,00 —
Au-dessus de 100 %	2,50 —

(Minimum par opéré : Fr. S. 1, ».)

DROIT DE TIMBRE SUR LES NEGOCIATIONS¹

Les négociations sont frappées d'un droit de timbre *fédéral* de fr. s. 0,30 ⁰/₁₀₀ sur les valeurs suisses, et de fr. s. 1 ½ sur les valeurs étrangères. Ces deux timbres sont payables moitié par l'acheteur et moitié par le vendeur. D'autre part, un émolument *cantonal* de fr. s. 0,10 *par mille francs atteints*, frappe toutes les négociations en Bourse.

DROIT DE TIMBRE SUR TITRES¹

Titres suisses :

Actions (bons de jouissance, parts de capital, etc.)	1,8 %
Obligations	1,2 à 1,8 %
Obligations à primes	3, » %

Le droit de timbre pour les actions peut être acquitté par la société, tandis que pour les obligations la moitié au moins doit être supportée par le premier souscripteur.

Titres étrangers :

Actions, etc.	1,8 %
Obligations	1,2 %
Obligations à primes	3, » %

Le droit est payé par celui qui émet les titres sur le marché.

DROIT DE TIMBRE SUR COUPONS²

Titres suisses et étrangers :

Coupons d'actions, etc.	3 %
— d'obligations	2 %
— d'obligations à primes (sorties au tirage avec prime)	6 % de la prime

1. Loi fédérale sur les droits de timbre du 4 octobre 1917, modifiée par celles du 22 décembre 1927 et du 11 juin 1928.

2. Loi fédérale du 25 juin 1921, modifiée par celle du 22 décembre 1927.

LA BOURSE D'ANVERS

L'intensité des transactions boursières a toujours reflété ici, plus qu'ailleurs peut-être, l'atmosphère ambiante, économique ou politique qui a présidé aux destinées du « marquisat d'Anvers ». Dans le courant de son histoire¹, Anvers, patrie de Rubens, de Van Dyck et des Teniers, traverse successivement des périodes de crise et de prospérité dont toujours le marché subit le choc en retour. Il n'est pas sans intérêt de suivre le développement économique et politique de la cité, si étroitement lié à l'évolution financière du marché. Le synchronisme de ces manifestations diverses est particulièrement significatif à cet égard.

La Bourse d'Anvers est un des plus anciens marchés qui existe. Elle doit tout à la cité, dont la situation géographique privilégiée, les voies d'eau nombreuses et l'esprit d'initiative de la population ont fait la fortune. La cité s'est développée autour de son port, un des plus importants de l'Europe. Placée au carrefour des grandes voies commerciales, Anvers a été, de tout temps, surtout

1. Voir Fernand Donnet, *Coup d'œil sur l'histoire financière d'Anvers au cours des siècles*, Anvers, 1927 (ouvrage tiré à un nombre limité d'exemplaires, qui n'ont pas été livrés au commerce); notre article *Evolution historique de la Bourse d'Anvers*, dans le *Journal des Economistes* du 15 février 1931, pp. 161-173.

un transporteur de marchandises, « le grand entrepôt qui rassemble et redistribue les produits en provenance et à destination de l'Orient, de la Méditerranée, de la Grande-Bretagne, de la France, de l'Allemagne et de la Baltique. » L'activité boursière, activité d'intermédiaires par excellence, a été particulièrement favorisée par une atmosphère caractéristique. En effet, « aujourd'hui, comme autrefois, les Anversoïis interviennent dans le trafic de leur port beaucoup moins comme armateurs que comme auxiliaires et intermédiaires, comme commissionnaires en marchandises, courtiers, entrepreneurs de transports, chargeurs de bateaux, loueurs de magasins et de bureaux. » Il est logique que la Bourse, en tant que marché, suive la fortune de la ville et en dépende étroitement.

Les influences successives des Juifs, des Lombards, puis des Anglais, des Allemands, des Espagnols et des Hollandais, enfin des Français, marquent de leur empreinte les aspects multiples de l'activité anversoïise. On voit successivement plusieurs facteurs déterminer un mouvement intense. Au xiii^e siècle le trafic des grains, au xve celui des draps. Au xvi^e siècle, l'hégémonie commerciale passe de Bruges à Anvers, les épices stimulent vigoureusement les transactions. A cette époque également se place une spéculation immobilière effrénée qui dure pendant les trois premiers quarts du siècle. Apogée de la fortune d'Anvers dont le déclin apparaît vers la fin du xvi^e siècle. Les valeurs immobilières n'apparaissent que plus tard, vers le xviii^e siècle, avec les titres de la Compagnie d'Ostende, qui, d'emblée déclancheront un mouvement d'opérations animé. Le xix^e siècle est une période d'expansion et de cristallisation qui aboutit à l'époque actuelle.

On observera qu'au ^{xiv}^e siècle déjà les bureaux des banquiers italiens à Anvers, étaient groupés dans une enceinte et constituaient une organisation permettant d'effectuer diverses opérations collectives. Le sceau des Lombards établis en Brabant représentait « un trilobe dans lequel se voit une bourse ». Les souverains, ou les villes, accordaient aux Lombards, pour un temps déterminé, une sorte de monopole relatif aux « tables de prêts », qui étaient les banques de l'époque. Les titulaires payaient aux autorités concédantes une redevance annuelle. Ils travaillaient avec leurs capitaux, et aussi avec ceux que des particuliers leur confiaient. Les opérations traitées autour des tables de prêts, établies en ville, en province, à la campagne, étaient fort variées. Simultanément, des bureaux de change s'établirent dans les cités commerçantes, dans les foires. Leur origine remonte au ^{xiii}^e siècle. Vers la fin du ^{xiv}^e il en existait cinq à Anvers. Les opérations consistaient en change sur les monnaies, en achats et ventes de matières précieuses. Ces transactions constituaient un monopole. Dès le ^{xiv}^e siècle la pratique des dépôts de fonds ne tarde pas à se généraliser. Les lettres de change se répandent, Anvers devient rapidement le grand centre du commerce de l'argent. Des privilèges nombreux sont accordés aux marchands anversoïis, les affaires se multiplient. Le marché financier d'Anvers devient, à lui seul, plus important que tous les autres.

Les deux faits capitaux qui déterminent l'essor d'Anvers au ^{xvi}^e siècle sont le règne de Charles-Quint et la décadence de Bruges. L'empereur Charles-Quint après avoir réalisé dans toutes les provinces des économies appréciables, réorganise divers conseils du gouvernement,

notamment celui des finances. Il impose dans le domaine monétaire l'unification ébauchée par les ducs de Bourgogne. La plupart des monnaies émises par Charles-Quint sont frappées à Anvers. « Toute modification dans les métaux précieux ou dans les monnaies se montrait à la Bourse d'Anvers aussi sûrement et aussi rapidement qu'aujourd'hui à la Bourse de Londres. » Anvers devient « le plus puissant marché d'argent qui eût jusqu'alors existé au monde ». C'est au début de ce siècle également que la suprématie de Bruges passe à Anvers. Bruges était un des centres commerciaux les plus importants de cette époque. Dix-sept royaumes y étaient représentés par des comptoirs privilégiés. Mais l'ensablement de la côte, les troubles civils provoquèrent l'exode des marchands à Anvers, ce qui détermina son expansion économique sans égale. « Le crédit prend son essor, les bourses se substituent aux halles, la liberté commerciale à la réglementation, la concurrence à la protection, l'individualisme économique au privilège des collectivités, de puissantes maisons ou de hardis entrepreneurs manient des capitaux considérables... »

L'emplacement où les marchands se rencontraient pour traiter leurs affaires, jugé insuffisant, fut remplacé en 1515 par un bel édifice gothique, construit par l'architecte Dominique Waghemackere. Cette « ancienne bourse », la plus ancienne de l'Europe, située non loin de la Grand'Place, consistait en une cour carrée, entourée de galeries surmontées dans un angle par une petite tour octogonale. Mais les locaux de cette bourse ne tardent pas à devenir trop étroits. En 1527, Waghemackere est chargé de construire une nouvelle Bourse, de proportions plus vastes. Le marché est transféré de la Place de

Meir à la Cour de List, et au cours du ^{xvi}e siècle toutes les affaires financières se traitent dans ce local, qui devient un centre de transactions très animé¹.

Mais les signes de décompoistion se manifestent déjà pendant cette période animée et prospère. « Sous l'influence prépondérante des spéculateurs de banque, écrit l'éminent historien Pirenne, le commerce cosmopolite d'Anvers finit par se tourner de plus en plus vers la spéculation. A mesure que l'on s'avance dans le ^{xvi}e siècle, une fièvre de spéculation s'empare des esprits et bientôt, sortant du monde des marchands, se répand dans le public... » La Bourse oublie son rôle de marché, de régulateur, et devient un temple du jeu et du hasard. La fin du siècle s'annonce moins brillante que le début. La domination espagnole marque de son empreinte le déclin de la prospérité d'Anvers, et partant de la Bourse. Durant la période troublée par les excès des troupes espagnoles, par les répressions sanglantes du duc d'Albe, le soulèvement des Pays-Bas contre l'Espagne en 1568 et l'affranchissement des provinces septentrionales, les variations monétaires sont incessantes. L'activité de la Bourse se ressent gravement de cet état de choses, et reflète naturellement la nervosité de l'ambiance environnante. En 1581 la Bourse sera incendiée. Le désastre est complété par le siège de quatorze mois imposé à la cité, dont Alexandre Farnèse s'empare en 1585. L'héritage d'Anvers passe à Amsterdam et à Rotterdam. La perte de la navigation de l'Escaut, qui reste aux Provinces-Unies, consomme la déchéance de la cité. Le port devient désert. La Bourse vide.

1. Les valeurs mobilières n'existaient pas encore à cette époque, l'attention des spéculateurs était absorbée par les transactions immobilières.

Le xvii^e siècle est une période de stagnation, en dépit de l'agiotage « qui fait rage de nouveau jusqu'au milieu du xviii^e siècle. » Les taux d'intérêts exagérés sont couramment pratiqués, malgré les interdictions de l'Eglise, *Usura jure divino prohibita est*. Les « monts de piété », fondés par Wenceslas Cobergher, architecte, peintre, numismate, graveur, financier, ingénieur et entrepreneur de travaux publics, remplacent les tables de prêts du moyen âge. Le mont de piété d'Anvers est créé en 1620. Les avances se font au taux de 15 % pour la première année.

Au xviii^e siècle Anvers se réveille. Les faits économiques importants de l'époque sont la création des grandes compagnies coloniales, l'apparition et le trafic des valeurs mobilières. La Bourse a trouvé son chemin de Damas. Le marché d'Anvers connaît un regain d'activité. Les valeurs mobilières y apparaissent et les transactions se multiplient. Elles portent non plus sur des denrées ou sur des terrains, mais sur des titres. Fait curieux, toutes les sociétés coloniales sont étrangères, danoises, prussiennes, espagnoles. On traite également des rentes d'Anvers, des obligations émises par les monts de piété, les actions de l'Etablissement pour l'impression des cotonnades au Dam, etc. Les transactions boursières sont effectuées par des courtiers appartenant à une corporation dont la fondation remonte au xvii^e siècle. Ces derniers étaient tenus de passer un examen de capacité avant d'être admis aux négociations. Leur courtage était minime. La place d'Anvers ne tarde pas à apparaître bientôt comme un marché international de valeurs mobilières. On y négocie des obligations de la Banque de Vienne, des Etats d'Autriche et de Bohême, des obligations danoises, russes et américaines.

Une nouvelle ère de prospérité s'annonce pour Anvers avec le ^{xix}^e siècle. En effet, en 1795, au traité de La Haye, la France oblige la Hollande à renoncer au péage de l'Escaut. Bonaparte reconnaît l'importance stratégique d'Anvers et construit de 1800 à 1803 les quais de l'Escaut, de 1804 à 1813 les bassins Bonaparte et Guillaume. L'industrie se trouve à même de reprendre un vigoureux essor. A partir de cette époque le commerce et la finance accusent un développement régulier. Le nombre des agents de change augmente, on en compte vingt-cinq en 1822. Cependant, la réunion de la Belgique et de la Hollande, réalisée en vertu du traité de Paris, de 1814 n'a pas été heureuse, les résultats s'en font sentir dans le domaine économique. En 1825 la situation n'est encore guère brillante, d'autant plus que les banquiers anversois sont simultanément négociants, industriels et commerçants. La création des grandes banques ne tarde pas à mettre fin à cette anomalie. La Société générale des Pays-Bas pour favoriser l'industrie nationale (actuellement Société Générale de Belgique), est créée en vue de « contribuer au progrès, au développement et à la prospérité de l'agriculture, des fabriques et du commerce, *sans pouvoir faire cependant aucun commerce*, si ce n'est celui des matières d'or et d'argent¹. » Cette nouvelle formule d'activité bancaire ne tarde pas à s'étendre.

L'indépendance belge proclamée en 1830 ouvre à l'activité nationale de nouvelles perspectives. Le développement du système bancaire ne tarde pas à s'accroître. La Banque de Belgique est fondée en 1835. Rien n'arrêtera désormais l'essor du pays. La Révolution

1. Statuts approuvés par arrêté royal le 13 décembre 1822.

française de 1848 provoque, il est vrai, une panique aiguë à la Bourse d'Anvers. Les ventes se succèdent, on assiste à un effondrement des cours. Mais l'ordre ne tarde pas à se rétablir.

La prospérité du marché ne remonte véritablement qu'à 1863, époque du rachat du droit de navigation de l'Escaut à la Hollande, conservé par cette dernière en 1835. D'autre part les modifications urbaines survenues en 1863 n'ont pas été sans influencer très favorablement l'activité économique d'Anvers. De nouvelles constructions occupent le terrain des anciennes fortifications. Les quais sont rectifiés, étendus, élargis, garnis d'un outillage moderne. La population s'accroît dans une proportion géométrique. D'autre part, comme ailleurs, le rôle des chemins de fer est capital. La construction des lignes qui relient Anvers avec les Pays-Bas, l'Allemagne, la France. La Suisse et l'Italie, contribue puissamment au développement du commerce et de l'industrie. Les transactions en valeurs ferroviaires déterminent un courant d'affaires très animé sur le marché des valeurs mobilières. Le réseau bancaire devient de plus en plus serré, de nombreuses banques étrangères ouvrent des succursales. Les édifices somptueux occupés par ces divers représentants de la haute finance témoignent de l'importance du marché, « grand trou bourré d'or et d'argent » aurait dit Luther, où les capitalistes, « les seigneurs du change », occupent une place importante et considérée.

Organisation du marché.

La Bourse d'Anvers est régie par le règlement d'ordre intérieur de la Bourse des Changes et des Fonds publics dressé en vertu du règlement communal du 16 décembre 1912, en conformité avec la loi du 30 décembre 1867, relative à l'organisation des Bourses de Commerce en Belgique, modifiée par la loi du 11 juin 1885 et l'arrêté royal du 25 juillet 1883.

Administration. — La Bourse d'Anvers est administrée par une commission de quinze membres, renouvelable par tiers chaque année. Seuls sont éligibles les candidats inscrits depuis dix ans, au moins, au tableau des agents de change jouissant du droit d'entrée au Parquet. Les membres sortants ne peuvent être réélus qu'après l'intervalle d'un an.

Chaque année, dans le courant de la première quinzaine du mois de décembre, les agents de change inscrits depuis trois ans au moins au tableau d'admission, se réunissent en assemblée générale afin de prendre part aux élections pour le renouvellement de la commission. Un tableau indiquant les personnes réunissant les conditions requises à cet effet est dressé par la commission de la Bourse et présenté au Collège des Bourgmestres et Echevins. Après approbation par ce dernier, ce tableau est affiché en Bourse pendant huit jours au moins avant les élections.

Toute présentation de candidat doit être signée par vingt agents de change ayant droit de vote. La liste des candidats est également affichée au Parquet jusqu'au jour de l'élection. Les élections se font à la majorité ab-

solue des votants. En cas de balottage, un second scrutin a lieu huit jours après sans convocation nouvelle des votants.

La Commission élit chaque année, dans son sein, à la majorité des votes et au scrutin secret, un bureau composé d'un président, de deux vice-présidents, d'un trésorier et d'un secrétaire-archiviste. L'administration générale du marché et la surveillance de l'exécution des mesures d'ordre intérieur lui incombent.

La *Commission de la Bourse* se réunit sur convocation du président. La présence de huit membres est requise pour que ses délibérations soient valables. Sur demande faite par cinq membres au moins, le président est tenu de réunir la Commission dans les huit jours. Les attributions de la Commission sont variées. Il lui appartient en effet :

1° de constater les cours des transactions et de former chaque jour la cote officielle des changes et des fonds publics;

2° de statuer sur toute demande d'admission au parquet et sur les suspensions éventuelles du droit de fréquentation;

3° de statuer sur l'admission des valeurs à la cote et sur la radiation des valeurs admises;

4° d'arrêter chaque année, pour les opérations à terme en fonds publics, le tableau des jours de réponse des primes, de reports, de pointage et de règlement de comptes;

5° de procéder aux ventes publiques mensuelles des valeurs;

6° d'établir, lorsqu'une partie intéressée le demande, des cours de compensation pour la liquidation des engagements en cours d'un agent failli;

7° de représenter le public aux tirages des emprunts à primes de la ville d'Anvers;

8° de régler tout différend relatif aux transactions entre personnes admises en Bourse;

9° de statuer en qualité d'arbitre amiable-compositeur sur tout différend relatif à des opérations financières qui lui serait soumis.

La Commission de la Bourse prend toutes mesures nécessaires pour assurer l'exécution du règlement communal. Elle établit en conséquence son règlement intérieur et le soumet à l'approbation du Conseil Communal. Elle ne peut, dans aucun cas, traiter aucune affaire en qualité d'intermédiaire. Ses pouvoirs ne peuvent dépasser les attributions très exactement délimitées par le règlement communal. Toute décision de la Commission non conforme aux stipulations du règlement communal peut être annulée soit d'office soit sur appel d'un intéressé par le Collège des Bourgmestres et Echevins.

Admission des membres en Bourse. — L'entrée de la Bourse est réservée aux professionnels. Le public n'y est pas librement admis, et il est interdit de fumer pendant les séances ! Le local où se réunissent les agents de change et les banquiers, ou leurs représentants autorisés, pour traiter toutes affaires financières et coter les cours des changes, des effets publics et autres, porte le nom de *Parquet*. Une salle spéciale est réservée aux transactions en devises étrangères.

Les candidats désireux d'obtenir l'autorisation de fréquenter la Bourse doivent satisfaire à des conditions déterminées, énumérées à l'article 3 du règlement communal. La liste des personnes admises en Bourse est

dressée, et affichée chaque année, par les soins de la Commission de la Bourse.

Pour être inscrit et maintenu au tableau il faut :

1^o être de nationalité belge, de naissance ou par naturalisation, et si l'on est étranger avoir obtenu un permis de séjour légal, conformément à l'article 13 du Code civil. Il faut, d'autre part, que l'étranger intéressé réside effectivement en Belgique¹;

2^o jouir des droits civils;

3^o être majeur, ou mineur émancipé dûment autorisé à faire du commerce;

4^o être agent de change ou banquier, et patenté comme tel. Ou bien être délégué par un agent de change ou un banquier régulièrement admis au parquet;

5^o avoir acquitté les taxes établies par les règlements communaux sur la matière.

Les *agents de change*, c'est-à-dire ceux « qui s'entremettent pour les négociations de fonds publics ou autres valeurs de bourse et qui font de cet office d'intermédiaire leur profession habituelle » doivent satisfaire à des conditions déterminées. Ils peuvent alors être inscrits comme agents de change sur le tableau des personnes jouissant du droit d'entrée au parquet. Ils doivent, entre autres, être présentés par deux parrains agents de change inscrits depuis au moins dix ans au tableau des personnes jouissant du droit d'entrée au parquet. Ils doivent, également, avoir exercé au moins pendant trois années consécutives la profession de délégué d'agent de change ou de banquier. En outre, ils sont astreints à déposer un

1. La Commission peut cependant admettre aux séances de la Bourse les représentants de banques étrangères qui ne seraient pas dans les conditions requises par cet alinéa.

cautionnement de 30.000 francs belges, en espèces ou en titres déterminés (rentes, bons du Trésor, obligations des provinces ou des communes belges, obligations du Crédit Communal ou des chemins de fer vicinaux) en garantie de leurs engagements éventuels.

Le cautionnement en espèces reste déposé à la Caisse Communale pendant cinq ans à partir de la date d'admission du candidat. Il n'est pas productif d'intérêts. Les titres sont déposés à la Banque Nationale, contre reçu de « dépôt à découvert ». Ils y restent également consignés pendant cinq ans, et ne peuvent être restitués qu'après autorisation du Collège des Bourgmestre et Echevins. Les agents de change sont tenus de passer un examen professionnel sur les matières indispensables à l'exercice de leur profession¹.

Les *délégués* d'agents de change ou de banquiers doivent être majeurs, de nationalité belge ou ressortissants du Grand-Duché de Luxembourg, avoir fait un stage de deux ans chez un agent de change ou un banquier faisant partie d'une bourse belge.

Les personnes privées de tout ou partie de leurs droits civils, les faillis non réhabilités ne peuvent être admises en Bourse. Pourront également être refusés ou rayés ceux qui ont encouru une peine correctionnelle, qui ont forfait à l'honneur ou qui exercent une profession incompatible avec celle d'agent de change.

La Commission de la Bourse peut interdire l'accès du

1. Sont dispensés de l'examen professionnel les porteurs d'un diplôme délivré par un établissement d'instruction supérieure, agréé par le Collège des Bourgmestres et Echevins et par la Commission de la Bourse.

Il y a lieu d'observer que les candidats doivent être âgés de 25 ans. Cependant celui qui, âgé de 21 ans accomplis, continuera les affaires de la firme d'un agent de change inscrit au parquet, pourra être admis comme tel par la Commission de la Bourse statuant aux 2/3 des voix.

Parquet pour un terme d'un jour à un mois, ou même définitivement :

1^o à toute personne étant momentanément en défaut de remplir ses engagements;

2^o à toute personne dont la conduite serait une cause de trouble ou de désordre;

3^o à tout délégué convaincu d'avoir fait des opérations pour son propre compte ou, sans autorisation de son patron, pour compte de tiers;

4^o à tout agent ou banquier ayant sciemment prêté son concours à des opérations de spéculation d'un délégué ou d'un employé étranger à sa maison et fréquentant le Parquet;

5^o à tout agent convaincu d'avoir sciemment par son concours favorisé les opérations de spéculation d'un employé d'agent de change ou de banque;

6^o à toute personne ayant injurié gravement une personne fréquentant le parquet;

7^o à toute personne convaincue d'avoir traité au Parquet des valeurs non admises à l'une des cotes de la Bourse;

8^o à toute personne ayant contrevenu aux dispositions du règlement communal ou du règlement d'ordre intérieur de la Bourse des Changes et des Fonds Publics.

Il peut être fait appel devant le Collège des Bourgmestre et Echevins de toute décision rendue par la Commission de la Bourse sur les questions examinées.

Au point de vue pratique, toute demande d'admission au Parquet, adressée par écrit à la Commission de la Bourse, doit être accompagnée :

En ce qui concerne les agents de change ou banquiers :

a) un extrait d'acte de naissance;

b) des pièces prouvant que les taxes communales ont été acquittées¹.

Les postulants ont à indiquer, d'autre part, la profession qu'ils ont exercée dans le courant des deux dernières années, et, s'il y a lieu, la profession qu'ils continuent à exercer concurremment à celle d'agent de change ou de banquier.

En ce qui concerne les représentants autorisés, ou délégués :

a) un extrait de l'acte de naissance du délégué;

b) une attestation de son patron indiquant nettement ses pouvoirs.

La demande doit être signée par le patron. L'autorisation sera retirée à tout délégué, dès qu'il serait prouvé qu'il n'est pas au service de celui qui l'a fait inscrire au tableau.

En ce qui concerne les étrangers :

En plus des documents réglementaires ils devront présenter une autorisation de séjour en Belgique, faire la preuve qu'ils y résident effectivement et fournir un extrait négatif de casier judiciaire émanant des autorités de leur pays.

Une carte d'admission est délivrée à chaque personne admise à fréquenter le Parquet. Les agents de change, banquiers, et leurs délégués reçoivent de la Commission de la Bourse, mais à leurs frais, une plaque dont le port est strictement obligatoire en Bourse.

1. La disposition qui exige un extrait de déclaration de patente se trouve encore au règlement. Mais il y a lieu de remarquer que la patente a été abrogée par les articles 90, 3° de la loi du 24 octobre 1919 établissant l'impôt sur les revenus.

Admission des valeurs à la cote officielle. — Toutes les valeurs belges ou étrangères dont l'émission aura été autorisée en Belgique par arrêté royal sont de droit admises à la cote, si la demande en est régulièrement faite à la Commission. Ne peuvent être admis à la cote, selon le règlement, les titres (actions ou obligations) de sociétés dont le capital est inférieur à un million de francs, mais la Commission de la Bourse, faisant usage de son pouvoir discrétionnaire, a décidé de ne plus prendre en considération les demandes d'admission à la cote, portant sur les valeurs de sociétés dont le capital est inférieur à 4 millions de francs.

Si, par suite de diminution du capital social par remboursement total ou partiel des actions, ce capital venait à descendre en dessous du minimum stipulé, les titres pourraient être admis ou maintenus à la cote, sauf dans le cas où la diminution proviendrait de pertes

Les actions de *sociétés belges* ne peuvent être admises qu'à la suite d'une émission, faite en Belgique, par les banques belges ou sur une demande d'admission émanant d'un établissement belge, appuyée par deux agents de change résidant à Anvers et inscrits au tableau. Chaque demande doit être accompagnée d'un prospectus signé par les émetteurs ou par les impétrants. Les demandes faites par cinq agents de change peuvent également être prises en considération.

L'administration des actions de *sociétés étrangères* est soumise aux mêmes conditions. Toutefois il ne peut être statué sur les demandes relatives à ces catégories de titres que sur présentation du bilan d'un exercice social complet de douze mois minimum.

Les sociétés dont les titres sont admis à la cote sont

tenues de fournir à la Commission tous les rapports présentés aux actionnaires : bilans, comptes de profits et pertes, avis de remboursement, etc. La Commission a la faculté de rayer de la cote les titres des sociétés qui ne se conformeraient pas à ces prescriptions.

Les demandes d'admission des valeurs à la cote sont adressées par écrit à la Commission et contresignées par deux agents, inscrits depuis trois ans, au moins, au tableau. Les demandes doivent être accompagnées de toutes les pièces nécessaires. Toute demande régulière est insérée dans la cote officielle et reste affichée au Parquet pendant huit jours, au moins. La Commission enregistre pendant ce temps toutes les observations qui lui sont communiquées et statue ensuite en assemblée générale, sans être tenue de motiver ses décisions.

Cotation des valeurs.— La cote des fonds publics se fait de 13 h. 15 à 14 h. 30, pour toutes les affaires traitées pendant la séance officielle et à l'intérieur de la corbeille. La cote des billets et monnaies est effectuée à 14 h. 10 celle des changes à 14 h. 30, par les membres désignés à cet effet par l'ordre de service.

A partir de 13 h. 15 les feuilles d'offres et de demandes sont mises à la disposition des agents et de leurs délégués. Pendant toute la durée de la séance, les agents de change et les délégués sont tenus de déclarer les cours traités, ceci dans l'ordre des transactions, sur des fiches signées remises par les intéressés aux greffiers, préposés à l'inscription des cours.

Seules les opérations portant sur des montants minimum de vingt cinq titres ou cinq mille francs ont droit à la cotation officielle. Toutefois, les rentes belges

ont droit à la cote pour toute transaction supérieure ou égale à quatre titres ou mille francs de valeur effective¹.

Le procédé de cotation est exposé dans le chapitre III article 8, du règlement d'ordre intérieur :

« Il ne sera admis aucun cours fait inférieur à un cours argent² inscrit antérieurement aux feuilles d'offres et de demandes, ni aucun cours supérieur à un cours papier antérieurement renseigné par les mêmes feuilles. Ces cours, dits d'opposition, devront être retirés par les intéressés dès que l'offre ou la demande qu'ils représentent aura été satisfaite. Toutefois, cette règle ne sera pas appliquée à la cote des valeurs qui se traitent en Bourse dans des groupes spéciaux. La liste de ces valeurs et les modifications qu'elle pourrait comporter seront arrêtées par la Commission de la Bourse.

« Si un cours a été pratiqué pour une somme inférieure au minimum stipulé ci-dessus il ne pourra être maintenu que s'il ne se produit pas d'opposition à la clôture de la cote des cours faits. Pour qu'une opposition soit valable il faut que l'agent ou le délégué dont elle émane, ait, au cours de la Bourse, fait régulièrement insérer dans la cote un cours fait, argent ou papier, pour la valeur à propos de laquelle son opposition se produit. L'agent cotant un cours, argent ou papier, reste engagé jusqu'à la lecture de la cote. Il est entendu que plusieurs transactions en une même valeur, faites par le même agent, atteignant au total le minimum stipulé, donnent droit à la cote; si ces transactions ont été faites à des cours

1. Cette disposition ne s'applique qu'aux petites coupures de rentes de l'Etat belge, directes ou indirectes.

2. *Argent* veut dire « achat », de l'allemand *geld*; *papier* veut dire « vente » de l'allemand *brief*, dont la traduction littérale serait « lettre ».

différents, les cours extrêmes seront seuls cotés; en cas d'opposition, uniquement le cours moyen proportionnel.

« Les cours s'inscrivent avec un écart minimum de vingt-cinq centimes pour les lots belges à primes et de cinq centimes pour les valeurs cotées en quotités pour cent de leur valeur nominale; pour les valeurs cotées en francs, l'écart minimum est de vingt-cinq centimes.

« Les feuilles destinées à indiquer les cours argent et papier sont retirées à 14 h. 20.

« Les greffiers complètent alors la cote par l'inscription dans les colonnes Argent et Papier, des cours d'offres et de demandes subsistant d'après ces feuilles, sans qu'il soit tenu compte des cours « argent » inférieurs au cours le plus bas renseigné à la cote et des cours « papiers » supérieurs au cours le plus élevé.

« Aucun autre cours Argent ou Papier n'est plus admis et ceux régulièrement inscrits ne peuvent plus être retirés, par ceux qui les ont fait inscrire, que par une fiche remise au commissaire de semaine.

« Les cours faits sont cotés jusqu'à 14 h. 30. La lecture de la cote se fait à 14 h. 35. »

Cote officielle. — La Cote officielle ne se borne pas à indiquer les cours des fonds publics. Elle donne également : a) pour les changes, les deux cours extrêmes auxquels chaque devise a été traitée, éventuellement le cours d'achat (*Argent*) et le cours de vente (*Papier*) si aucune transaction effective n'a été enregistrée. En outre, il est indiqué, dans une colonne spéciale, le taux d'es-compte officiel de la place étrangère à laquelle appartient chaque devise; b) pour les billets de banque étrangers et les monnaies étrangères les cours d'achat et de vente sont

également mentionnés. En tête de la Cote officielle figure le tableau des changes fixes, établi pour le calcul des valeurs étrangères.

Commissaire de semaine. — Le Commissaire de semaine fournit chaque jour, à partir de 14 h. 20, aux intéressés tous renseignements utiles sur les cours inscrits à la cote. Il examine le bien fondé des réclamations formulées contre ces derniers. Il peut, par tous les moyens s'assurer de la sincérité des cours déclarés. Il tranche les différends. Il annote d'office, s'il y a lieu, les cours qui n'auraient pas été déclarés et rejette ceux qui lui paraissent erronés. L'agent ou le délégué intéressé peut appeler de la décision du Commissaire de semaine devant les membres présents du Bureau de la Commission, qui décide immédiatement, sauf recours de l'intéressé, qui s'estimerait lésé dans ses droits, auprès de la Commission de la Bourse.

Transactions. — Les transactions sont effectuées, à la Bourse d'Anvers :

- 1^o Au comptant;
- 2^o Au choix;
- 3^o A terme.

Opérations au comptant. — Les opérations au comptant doivent se liquider, sauf stipulation spéciale, le lendemain de la négociation, avant midi, dans les bureaux de l'acheteur sur le territoire d'Anvers. Si l'opération n'est pas liquidée le lendemain, les parties intéressées sont tenues d'échanger des arrêtés. Le règlement des opérations en changes et en fonds publics a lieu tous les jours ouvrables.

L'acheteur ne peut exiger la liquidation d'une affaire ayant pour objet des *titres belges* qu'à partir du huitième jour après la conclusion du marché. Si la transaction a pour objet des *valeurs étrangères*, le vendeur a le droit de reculer la livraison des titres jusqu'au quinzième jour après la négociation¹.

Règlement d'office. — Le vendeur prêt à livrer les titres vendus doit prévenir l'acheteur, par avis donné en Bourse, avant 14 heures, que celui-ci aura à prendre livraison dans la matinée du premier jour non férié suivant. L'acheteur est tenu d'accepter les titres au terme fixé. S'il reste en défaut, le vendeur a le droit de faire réaliser les titres pour compte de l'acheteur, par les soins de la Commission de la Bourse.

Dans le cas où la livraison annoncée ne se fait pas le jour annoncé, le vendeur doit à l'acheteur les intérêts de 5 % sur le montant de la transaction, à partir du jour pour lequel la livraison avait été annoncée jusqu'au jour où elle se fait effectivement. Le montant de ces intérêts sera déduit du prix d'achat lors du règlement final, sans autre avis.

Dans le cas où, avant la liquidation d'un marché, il se produirait une hausse de 5 % ou davantage du prix d'achat, le vendeur sera tenu de remettre, dans les vingt-quatre heures après l'invitation qui lui en aura été faite, entre les mains de l'acheteur un montant égal à la hausse survenue en titres, à la convenance de l'acheteur, à moins que le vendeur ne préfère payer la différence en espèces.

De son côté l'*acheteur* a la faculté de sommer le

1. Par *jour*, il y a lieu d'entendre les jours de calendrier, et non les jours de bourse.

vendeur par lettre recommandée, ceci à partir du huitième ou quinzième jour, selon qu'il s'agit de valeurs belges ou étrangères, d'avoir à livrer les titres au plus tard le second jour non férié avant midi. Passé ce délai, si le vendeur ne satisfait pas à la sommation, l'acheteur peut faire racheter des titres livrables immédiatement. Le rachat doit s'effectuer en Bourse, pour compte du vendeur, par les soins de la Commission de la Bourse.

Dans des circonstances exceptionnelles et lorsque la situation le justifie, la Commission de la Bourse pourra décider que pendant une période à fixer par elle, la liquidation des affaires courantes en titres belges ou étrangers, pourra être exigée dans un délai plus court.

Les opérations de rachat ou de revente peuvent porter sur toutes les valeurs, même sur celles qui ne sont pas cotées à la Bourse.

La Commission de la Bourse n'assume aucune responsabilité du fait des opérations de rachat ou de revente auxquelles elle prête son intermédiaire. Elle se borne à mettre le vendeur ou l'acheteur, dont la contre-partie ne s'exécute pas régulièrement, en présence d'un nouvel acheteur ou d'un nouveau vendeur, en laissant à la partie poursuivante le soin de réclamer à charge du défaillant toute perte résultant de l'opération de rachat ou de revente.

Le courtage de rachat ou de revente calculé au tarif des courtages perçus pour les ventes publiques est dû à la Commission par la partie poursuivante.

Coupons. — Si, dans l'intervalle entre la conclusion et la liquidation d'un marché, il était détaché un coupon sur les titres vendus, l'acheteur aura le droit de réclamer

au vendeur des coupons similaires, contre paiement de leur valeur. Au moment de la liquidation de l'opération, ce paiement viendra en déduction du prix d'achat. Les contractants peuvent également fixer d'un commun accord le cours auquel les coupons seront décomptés lors de la livraison des titres. A défaut d'entente entre les parties, le Bureau de la Commission fixera un cours de compensation pour les coupons.

Titres soumis à des tirages d'amortissement. — Pour les titres soumis à des tirages d'amortissement avec ou sans primes, les livraisons se font au plus tard la veille de la date fixée pour le tirage, avant midi. Si le vendeur est dans l'impossibilité de livrer les titres, il doit faire connaître par écrit à l'acheteur les numéros avec lesquels ce dernier participe au tirage. Pour les lots à primes, l'acheteur aura le droit de faire racheter, la veille du tirage, les titres pour compte du vendeur resté en défaut. Ce rachat s'opère, pour compte du vendeur, par les soins de la Commission de la Bourse, en titres livrables le jour même, avant 16 heures. S'il est impossible d'effectuer le rachat faute de titres sur le marché, le Bureau de la Commission fixe l'indemnité à payer à l'acheteur, qui peut résilier le marché si bon lui semble. Il devra se prononcer à ce sujet avant le tirage.

Opérations « au choix ». — Dans le cas où les opérations sont traitées « au choix », la date de livraison est laissée à la discrétion de l'acheteur endéans un terme fixé. Les affaires au choix deviennent affaires au comptant à partir du moment où l'acheteur prévient le vendeur, par avis remis, au plus tard, en Bourse à 14 heures,

qu'il entend prendre livraison de son achat le premier jour non férié suivant.

Les intérêts courants sur les titres achetés ne sont dus, s'il y a lieu, que jusqu'au jour pour lequel l'acheteur a demandé livraison des titres. A partir de ce même jour, toutes les dispositions relatives aux opérations au comptant sont applicables tant à l'acheteur qu'au vendeur.

Opérations à terme. — A terme, les opérations se liquident, sauf stipulation contraire, à la première liquidation bi-mensuelle qui suit la conclusion du marché.

Les parties qui ont conclu un marché à terme doivent échanger, le jour même, des contrats (arrêtés) stipulant les conditions de l'opération et signés par les parties mêmes ou leurs fondés de pouvoir.

Comité de liquidation. — Les agents de change traitant habituellement les opérations à terme sont organisés, sous leur propre responsabilité, en un groupe distinct, lequel nomme un *Comité de liquidation*. Celui-ci se renouvelle partiellement chaque année dans une assemblée générale des agents traitant à terme. Le Comité désigne un ou plusieurs liquidateurs en confirmant par écrit leurs pouvoirs.

Il est strictement interdit aux liquidateurs de divulguer les positions prises par leurs mandants ou le résultat final d'un état de liquidation. Toute infraction à cette règle peut être punie de révocation.

Liquidations. — Le bureau de liquidation, destiné à faciliter le règlement des affaires à terme, est ouvert les

jours de liquidation bi-mensuelle dans le local de la Bourse.

Les opérations relatives à chaque liquidation se font en quatre jours :

1^o Celui de la réponse des primes;

2^o Celui des reports;

3^o Celui du pointage;

4^o Celui de la livraison des titres et du règlement des comptes.

Les intéressés doivent remettre, au plus tard la veille de la liquidation, entre les mains des liquidateurs, un état des opérations à liquider, et, aux heures indiquées par ceux-ci, les sommes et les titres dus, ces derniers accompagnés d'un bordereau numérique signé.

Les liquidateurs font racheter en titres livrables immédiatement les valeurs que les vendeurs seraient restés en défaut de livrer le jour du règlement des comptes, avant midi. De même ils feront revendre contre paiement immédiatement, les valeurs qui n'auraient pas été levées. A partir de l'heure indiquée par les liquidateurs, ceux-ci remettent aux intéressés les soldes et les titres leur revenant. Le cas échéant il y a lieu, pour les liquidateurs, d'établir l'origine des titres délivrés. Les liquidateurs n'assument, par suite de leur intervention dans la liquidation, aucune obligation personnelle en dehors de celle de remettre aux intéressés les titres et les sommes leur revenant.

Il y a lieu de distinguer deux catégories de marchés à terme, les marchés à terme ferme et les marchés à prime.

I. Les marchés à terme ferme. — Ces marchés sont réglés au moment de la liquidation. Au jour dit, l'opération peut être réglée de la manière suivante : exécution

du marché, report, ou dénouement de l'opération par une autre en sens contraire.

1^o *Les parties exécutent le marché.* — Le donneur d'ordre, s'il est acheteur, paie le prix et lève les titres, s'il est vendeur, il livre les titres et touche le montant de la vente.

2^o Par *report* l'on entend un achat ou une vente faite au comptant et l'opération contraire traitée à terme, par les mêmes contractants, avec ou sans différence de cours. Le spéculateur *reporte* son opération à terme à une liquidation postérieure. C'est-à-dire, il retarde pour une seconde quinzaine la levée des titres s'il spéculé à la hausse, ou la livraison s'il spéculé à la baisse. Dans les deux cas il sera débité ou crédité, à la liquidation, de la différence entre le cours d'achat, ou de vente, et le cours conventionnel *de compensation*, fixé à l'échéance pour faciliter les règlements. Le spéculateur à la hausse, l'acheteur, vend comptant (plus exactement : en présente liquidation) les titres achetés, en règlement de son achat à terme initial. Mais simultanément il rachète une même quantité de titres en liquidation prochaine. Il se retrouve en même position pour le terme suivant. Le spéculateur à la baisse, le vendeur, a recours à l'opération contraire¹.

1. L'opération de report peut être réalisée de plusieurs manières, par un report direct, par un report en banque, par un report par application ou par un report en bourse ou report indirect.

a) *Report direct.* Le report direct constitue une double opération simultanée : vente au comptant et rachat à terme. Ainsi, André achète à Bertrand des titres payables et livrables en liquidation. Au moment de la liquidation, prévoyant une tendance favorable, André décide de reporter sa position. Il s'adresse à Jean auquel il vend *comptant* — au moment de la liquidation — les titres achetés précédemment à terme à Bertrand. Bertrand sera payé en liquidation avec l'argent provenant de la vente des titres au comptant à Jean. Mais, simultanément, André s'est engagé auprès de Jean à lui racheter en prochaine liquidation les titres qu'il vient de lui vendre en liquidation présente, ce qui équivaut pratiquement à une vente au comptant. Il y a bien, par conséquent, deux opérations simultanées portant sur une même quantité de titres de même nature et conclues avec la même personne. Il y a deux acquisitions successives de propriété.

3° *Le spéculateur dénoue son opération par une autre, effectuée en sens contraire.* Les deux opérations se compensent et les différences de cours se traduisent par un solde débiteur ou créiteur chez l'intermédiaire.

II. Les marchés à primes.— Le marché des primes permet des combinaisons variées sur la place d'Anvers, et rappelle sous certains égards celui de Berlin. Le règlement

De ce fait, il résulte que lorsque la vente au comptant a lieu avant l'échéance d'un coupon, le report dont l'achat à terme ne doit être exécuté qu'après l'échéance, peut encaisser le coupon à son profit.

Le report transférant la propriété, celui qui *prend en report*, c'est-à-dire achète au comptant et revend à terme, n'est pas tenu de livrer les titres portant les mêmes numéros que ceux qu'il a reçus. Mais si celui qui donne en report des valeurs ayant des tirages avec primes entend conserver la chance des tirages, il devra en faire la stipulation expresse en opérant le report. Dans ce cas, le reporteur est obligé de rendre les titres portant les numéros qu'il a reçus.

Le report direct, report proprement dit, est une opération réelle, admise par la jurisprudence et aboutissant, non au paiement de simples différences de cours, mais à une double transmission de propriété. Aussi l'exception de jeu est inopérante. D'autre part, le reporteur peut exécuter d'office, sans mise en demeure préalable, le reporté qui n'exécute pas ses engagements.

b) *Report en banque.* Cette opération est en réalité un prêt sur titres, ou si l'on préfère un prêt de titres contre versement d'espèces. L'acheteur à terme qui désire reporter sa position s'adresse au capitaliste qui lève de ses propres deniers les titres achetés en liquidation, les conserve par devers lui et les livre à la prochaine liquidation à l'acheteur contre versement d'espèces plus un intérêt fixé d'avance.

Il n'y a pas transmission de propriété. L'acheteur primitif reste propriétaire des titres que le capitaliste-prêteur lève de ses deniers propres. Ce dernier détient un gage qu'il ne peut réaliser d'office, dans le cas où le reporté viendrait à manquer à ses engagements à l'échéance. Il devra pour cela s'adresser à la justice et respecter la procédure prévue par le Code civil pour l'exécution du gage.

c) *Report par application.* Dans le cas où deux clients distincts ont, chez le même agent, des positions opposées, l'agent peut éviter dans le report l'intervention d'un tiers en procédant au report par application. La validité de cette opération, régulièrement faite entre clients d'une même charge d'agent de change ne paraît pas contestable.

d) *Report de bourse, ou report indirect.* Cette opération donne ouverture à l'exception de jeu. Elle ne saurait être recommandée. Le règlement des achats et ventes a lieu sans livraisons effectives, par règlement des différences de cours. Ainsi, l'acheteur André, vend comptant à Charles, au jour de la liquidation, les titres précédemment achetés à terme à Bertrand. Il paie ce dernier avec le produit de sa vente comptant à Charles. Puis il rachète à terme, pour la prochaine échéance, les mêmes titres, non plus à Charles — comme dans le report direct — mais à quiconque voudra les lui vendre. Il n'y a ici ni opération simultanée, ni transaction liée. Cette forme de report ne donne pas lieu à un contrat « *sui generis* ».

prévoit les primes simples, les primes renversées, les opérations de doublure, et les double-primes ou stellages, avec lesquelles toutes les combinaisons sont possibles.

Prime simple. — Dans les affaires à prime simple le vendeur s'engage à livrer à une date fixe et à un cours déterminé une valeur, tout en laissant à l'acheteur la faculté de résilier le marché moyennant paiement de la prime convenue. La réponse des primes se fait au jour stipulé, au plus tard à 14 h. 15. Si l'acheteur lève les titres, la livraison se fera le lendemain, sauf stipulation contraire.

Pour les affaires à primes traitées en liquidation, l'acheteur devra se prononcer le jour fixé pour les reports d'après le tableau des jours de liquidation et des jours affectés aux opérations préliminaires établi par la Commission de la Bourse. En cas de résiliation du marché, la prime se paie en liquidation.

Prime renversée. — Dans ces marchés, la faculté de résilier l'opération est laissée *au vendeur*, moyennant paiement à l'acheteur de la prime stipulée. Ces opérations sont sujettes aux mêmes formalités que les primes simples.

Doublures. — Dans les affaires dites *en doublure* une des parties, suivant leurs conventions particulières, a le droit de déclarer au jour fixé, et ce au plus tard à 14 h. 15, si elle entend livrer en liquidation la quotité stipulée *ou bien le double*.

Doubles primes (stellages). — Le preneur conserve ici, moyennant le paiement de la prime stipulée, la faculté de déclarer au jour fixé, au plus tard à 14 h. 30, s'il entend prendre livraison des titres ou les livrer lui-même au

cours stipulé. L'acheteur doit se prononcer pour l'une ou l'autre alternative, la résiliation pure et simple de la transaction ne pouvant se faire que de l'accord des deux parties.

Dans toute vente à terme, ferme ou à prime, le vendeur reste propriétaire des titres jusqu'à l'échéance du contrat. Seul il exerce tous les droits attachés aux titres. Néanmoins, si un dividende est déclaré et rendu payable entre le jour de la conclusion du marché et celui de la liquidation, le montant des coupons ainsi encaissés doit être déduit du chiffre sur lequel se règle l'opération. Il en sera de même pour les droits de souscription. Cependant, si un dividende est déclaré et rendu payable entre le jour de la conclusion de la transaction et celui de la liquidation, ce dividende appartient à l'acheteur.

L'acheteur ne pourra élever contre le vendeur aucune réclamation du chef de la faillite de la société dont les titres font l'objet de la transaction, ni du défaut de cette société de payer des coupons arrivés à l'échéance, ni d'un impôt qui serait venu frapper, soit le revenu, soit le capital des titres achetés. Il est donc tenu de prendre livraison des titres, même si, pour une cause quelconque, ceux-ci étaient devenus sans valeur.

Ventes publiques. — Toutes les valeurs, sauf celles dont la négociation est interdite par la loi, sont admises à ces ventes. Elles ont lieu le premier jeudi de chaque mois, ou le premier jour de bourse suivant. Elles sont effectuées par les soins de la Commission de la Bourse.

Les ventes ont lieu au comptant, et soumises aux mêmes règles que les opérations du marché comptant. La livraison des titres vendus et le paiement sont effec-

tués le surlendemain de la vente. Les valeurs se vendent par unité. L'adjudicataire d'un titre a cependant le droit de prendre au même prix tout le solde du lot, à moins qu'une offre supérieure ne se produise au même moment. Dans ce dernier cas on n'adjudge que la cinquième partie du total du lot et la vente continue pour le solde.

Seuls les agents de change ont le droit d'exposer ou d'acheter des titres aux ventes publiques. Tous les titres sont vendus, sauf stipulation contraire, avec les coupons non échus et ceux restés en souffrance, attachés. Le prix d'adjudication pour les titres à revenu fixe s'entend intérêts courants compris dans le cours. Les frais de transfert ou de mutation des titres nominatifs sont à la charge des acheteurs.

Les dates des ventes publiques et la liste des valeurs présentées sont publiées en annexe de la cote officielle. Ces avis, reproduits par des imprimés spéciaux, sont affichés à la Bourse de Commerce et à la Bourse des fonds publics. La Commission de la Bourse peut également faire annoncer les ventes publiques dans la presse.

Les demandes d'inscription des valeurs sont adressées au trésorier de la Commission de la Bourse. Elles sont reçues jusqu'au jeudi qui précède la vente, avant midi, dans la forme et sur un bordereau arrêté par la Commission. La Commission peut exiger la production d'un titre. Sera considéré comme nul tout bordereau n'indiquant pas le prix minimum auquel les titres pourront être adjugés.

Il est interdit au trésorier de la Commission de faire connaître, avant la vente, le nom du vendeur. Après la vente, les noms des vendeurs dont les valeurs n'ont pas été adjugées ne peuvent être communiqués sans autori-

sation préalable. Le lendemain de chaque vente, la Commission fait connaître aux vendeurs et acheteurs les noms des parties contractantes, le nombre de titres adjugés, le prix d'adjudication, le montant des courtages et des frais.

Huit jours avant la date fixée pour la vente publique, la liste des valeurs inscrites sera arrêtée. S'il y a lieu le bureau de la Commission sera convoqué pour le jour suivant pour statuer sur telle valeur qui paraîtrait ne pas devoir être admise à la vente. La Commission a le droit de refuser de présenter en vente les valeurs qu'elle aurait des motifs sérieux de ne pas admettre. La décision intervenue est communiquée au vendeur avant la vente et ne doit pas être motivée, à moins que le refus ne soit basé sur une irrégularité d'inscription ou sur un défaut de renseignement sur la valeur offerte. Dans ces cas le vendeur est immédiatement avisé du motif du refus.

Plusieurs lots de la même valeur exposés en vente sont réunis en un seul. Les valeurs non limitées sont réputées avoir été vendues les premières, puis viennent celles dont les limites sont les plus basses, progressivement jusqu'à celles dont les limites sont les plus élevées. Plusieurs lots limités au même prix et ne trouvant pas preneur pour la totalité sont répartis proportionnellement. Pour les fractions indivisibles, les inscriptions les plus anciennes en dates ont favorisées.

Dans le cas où la Commission, ou son délégué, s'apercevraient que certains titres sont poussés à des cours sensiblement supérieurs aux prix fixés pour des titres similaires, ceci en vue de favoriser des manœuvres frauduleuses, la répartition des titres adjugés entre les divers vendeurs serait décidée par tirage au sort. Si les

offres des acheteurs n'atteignent pas la limite de vente minimum, tous les titres similaires sont retirés d'office.

Le courtage fixé pour les ventes publiques est de 4 fr. pour mille, à charge du vendeur, sur la valeur nominale du titre plus la prime, s'il y a lieu, sans déduction du montant non versé. Le minimum est fixé à 0 fr. 25 par titre et le maximum à 2 % sur le produit net effectif. Les valeurs retirées avant la vente paient le tarif de courtage entier. Pour les valeurs non vendues, le droit de courtage est réduit à 0 fr. 25 par titre, avec un maximum de 10 francs et un minimum de 2 francs par lot.

Opérations en fonds publics. — Les actions ou obligations ne peuvent être livrées qu'en coupures de l'import indiqué à la cote, à moins de stipulation spéciale lors de la conclusion du marché.

Le bénéfice ou la perte résultant du remboursement, pour toutes les *valeurs amortissables* par voie de tirages au sort, revient à celui qui était propriétaire du titre le jour du tirage.

Un titre sorti au tirage cesse d'être livrable. Son propriétaire ne peut plus le négocier que comme titre remboursable.

La maison de banque ou la firme qui introduit sur le marché une valeur nouvelle pour laquelle des *titres provisoires* sont délivrés, est tenue d'appliquer sur ceux-ci ses initiales.

Tout prêt de titre se liquide à première réquisition le lendemain de la demande de restitution avant midi.

Le prix d'achat d'*actions nominatives* est exigible sur production d'une déclaration de la société dont ils émanent, constatant le dépôt des titres, avec tous les

documents de transfert qu'il incombe au vendeur de fournir. L'acheteur est responsable de l'agrément du nouveau titulaire. Si la société refuse d'agréer le nom présenté, l'acheteur ne peut résilier la vente et reste tenu de fournir un titulaire à la convenance de la société.

Tous les *coupons* échus, mais restés en souffrance, doivent être attachés aux titres et sont compris dans les prix d'achat. Néanmoins, les coupons d'actions belges qui auront été déclarés sans valeur par les sociétés dont les titres émanent, pourront être détachés. Les titres dont les feuilles de coupons sont épuisées pourront circuler accompagnés du talon seulement, jusqu'au jour qui sera fixé par la Commission de la Bourse.

Toute réclamation au sujet de l'état matériel d'un titre doit, pour être valable, se produire le lendemain de la livraison, avant midi, au plus tard, à moins qu'il puisse être établi que la cause d'irrégularité existait au moment de la livraison. En cas de contestation sur la régularité d'un titre le Bureau de la Commission décidera si le titre peut être refusé ou doit être accepté.

Tout agent de change ou banquier est tenu de *noter exactement les numéros des titres* qu'il reçoit ou qu'il délivre. La livraison des titres vendus se fait contre versement du prix d'achat.

Nul n'est obligé de liquider une opération avec un tiers. En cas de liquidation d'une opération par une tierce personne, toutes les obligations incombant à l'acheteur, ou au vendeur, retombent sur le tiers intervenant, qui sera responsable de tout retard de livraison ou inexécution du mandat reçu. L'acheteur, ou le vendeur, conservent toutefois, leur recours contre la première contre-partie.

Pour les *valeurs à revenu fixe*, sauf celles pour lesquelles la cote officielle fixe le cours, intérêts compris, les intérêts courants sont à bonifier à partir de l'échéance du dernier coupon d'intérêt. Les mois sont comptés à raison de trente jours. Pour les mois ayant vingt-neuf ou trente-et-un jours, le 29 compte pour vingt-neuf jours et le 31 pour trente jours. Les intérêts se calculent sur la valeur nominale du titre, au taux fixé pour chaque valeur dans la colonne spéciale de la cote officielle, sans déduction aucune pour les impôts dont les coupons pourraient être frappés à l'échéance.

Sont considérées comme *irrégulières et non livrables* les valeurs belges et étrangères suivantes :

a) *Valeurs belges* :

1^o Titres déclarés non-négociables par une Commission de Bourse ou une Chambre arbitrale belge;

2^o Titres auxquels il manque un ou plusieurs coupons à échoir ou échus mais restés en souffrance, sauf lorsqu'il s'agit d'actions si le débiteur a déclaré que ces coupons sont sans valeur;

3^o Titres ayant une feuille de coupons ou bien un ou plusieurs coupons portant un numéro différent de celui du titre;

4^o Titres dont les numéros ou les signatures ne sont pas intacts;

5^o Titres détériorés;

6^o Titres définitifs, émis ou échangés après le 1^{er} mai 1887 et portant une estampille, un timbre sec ou humide, une inscription quelconque ayant un caractère indélébile, sauf celles appliquées par le débiteur ou par

un gouvernement étranger pour perception d'un droit de timbre;

7° Titres cotés ou paraphés par des notaires;

8° Titres portant une mention de dépôt, soit à la société dont ils émanent, soit à une cour de justice. Toutefois, ils redeviendront négociables si l'on peut constater que la qualité de titre au porteur a été régulièrement rendue par une mention nouvelle annulant la première;

9° Titres qui n'assureraient pas à leur détenteur la jouissance paisible à laquelle il a droit;

10° Titres munis de feuilles de coupons ou de coupons indûment détachés qui ne sont pas recollés à ceux-ci soigneusement et dans l'ordre voulu.

b) *Valeurs étrangères :*

Toutes ces dispositions sont valables pour les valeurs étrangères. Parmi ces dernières seront considérées irréguliers les titres déclarés non-négociables sur une place étrangère, ceux frappés d'opposition dans un pays étranger et ceux qui ont été déposés dans une cour de justice, même si la mention de dépôt a été annulée par une nouvelle estampille.

Coupons. — Les coupons d'intérêts ou de dividende, de même que les titres remboursables, se négocient sous garantie de leur rentrée. Le vendeur est tenu d'apposer au *verso* des coupons négociés une marque ou estampille qui permette d'en retrouver l'origine.

Les impôts ou la retenue qui frapperait les coupons au moment de leur échéance doivent être remboursés à l'acheteur par le vendeur. Dans le cas où l'impôt ou la

retenue viendraient à être ristournés, l'acheteur serait tenu de rembourser le vendeur.

Tout coupon resté impayé, parce qu'il est frappé d'opposition doit être remboursé avec les frais. L'acheteur fournit la preuve du non-paiement. Mais en cas de présentation tardive, ou d'autre faute grave, l'acheteur peut être rendu responsable du non-paiement des coupons.

La responsabilité du vendeur de coupons et de titres remboursables est maintenue pendant le mois qui suit l'échéance de ceux-ci, dans les cas où la négociation a été effectuée avant l'échéance. Si la négociation s'est faite après la date de paiement des titres ou coupons vendus, pendant un mois après le jour de la négociation. Ces délais sont portés à trois mois pour les titres remboursables et coupons dont le paiement n'a pas lieu en Europe.

Les coupons qui appartiennent à des titres sortis, ou retournés parce qu'ils sont payables en même temps que ceux-ci devront être remboursés par le vendeur à n'importe quelle époque. De même pour les coupons provenant de faux titres ou de titres frappés d'opposition.

L'acheteur est obligé de prévenir sans retard son cédant du retour d'un coupon ou d'un refus de paiement.

Ordres de Bourse. — Un client qui confie un ordre de Bourse à un agent de change doit exactement stipuler la portée de l'opération. C'est-à-dire, il doit indiquer si c'est un achat ou une vente, le nombre et la nature des titres, éventuellement le prix qu'il désire en payer.

Il y a lieu également de préciser la durée, la validité de l'ordre qui peut être valable, jour, fin de mois, ou jusqu'à

révocation effective. En l'absence d'indication précise les ordres sont censés être limités au dernier jour du mois dans lequel ils ont été passés.

Pour les *transactions au comptant* les ordres peuvent porter sur n'importe quelle quantité de titres. Ils peuvent être donnés :

1^o *Au mieux*, auquel cas l'agent est censé acheter ou vendre au mieux des intérêts du client, mais sans encourir aucune responsabilité pour l'exécution non avantageuse de l'ordre, à condition qu'il soit fait à un cours officiellement coté. Quand aucun cours n'est fixé pour un ordre de bourse, il est admis que cet ordre est passé « au mieux¹ ».

2^o *A un cours limité*, le client indique le cours maximum d'un ordre d'achat et le cours minimum d'un ordre de vente. L'exécution de l'ordre ne peut être exigée si le cours n'a été que touché. Par contre, le client peut en exiger l'exécution s'il a été coté pendant la séance un cours d'achat inférieur au cours fixé, ou un cours de vente supérieur à sa limite.

3^o *Au cours moyen*, c'est-à-dire le cours moyen entre les cours les plus hauts et les plus bas de la séance.

4^o *Ordre lié* : les ordres peuvent porter sur deux opérations liées. Ainsi on peut passer l'ordre de vendre quinze Société Générale et acheter dix Banques de Bruxelles. L'agent est tenu d'exécuter les deux opérations conjointement. Il ne saurait effectuer l'une sans l'autre.

1. En ce qui concerne l'exécution des ordres à la Bourse d'Anvers, les opérations, aussi bien à terme qu'au comptant, se traitent, en pratique, « au cours fixe » (au mieux), c'est-à-dire que le client s'en remet aux bons soins et à la diligence de son agent, bien entendu dans la limite des cours indiqués éventuellement par le donneur d'ordre.

Pour les *transactions à terme* les ordres peuvent être donnés au mieux, au premier cours, au dernier cours et à un cours limité. Le cours moyen n'existe pas à terme. Les ordres « au mieux » doivent être exécutés au premier cours, à condition d'être remis à l'agent en temps utile.

Les ordres à terme ne peuvent porter que sur des quotités de vingt-cinq titres ou multiples de vingt-cinq.

Pour les *opérations à prime*, la prime *simple*, prime pour l'acheteur, est désignée par le vocable « *dont* ». Ainsi, André *achète* fin courant 25 Tubize à 500 *dont* 10. En cas de résiliation du marché, André devra verser le montant de la prime, à raison de 10 francs par titre, soit au total 250 francs, plus les frais.

La prime stipulée en faveur du vendeur, *prime renversée*, est désignée par le vocable « *ou* ». Ainsi André *vend* fin courant 25 Tubize à 500 *ou* 10.

La *double prime* réunit le « *dont* » et le « *ou* ». C'est l'*option*, combinaison des deux primes précédentes, appelée également *stelage*.

Changes. — Les chèques ou effets de commerce vendus en bourse sont livrés par le vendeur, ou par l'intermédiaire, le jour même dans les bureaux de l'acheteur. Le paiement des effets ou chèques achetés s'effectue le lendemain de la négociation, dans la matinée. Le paiement des espèces et billets de banque étrangers a lieu contre livraison. L'agent qui traite une affaire de changes remet au vendeur et à l'acheteur un arrêté indiquant les conditions auxquelles l'opération a été effectuée, sitôt après qu'elle a été conclue.

Prêts. — Les prêts au jour le jour sont des avances de caisse faites à un taux déterminé. Si le prêt est fait au

taux de la Banque nationale de Belgique et que ce taux vienne à être modifié, le nouveau taux est applicable à partir du premier jour non férié qui suit la date à laquelle il a été fixé par la banque.

Les deux parties ont la faculté de résilier l'opération, moyennant un préavis donné la veille du jour où l'un des contractants désire liquider l'opération.

Les *prêts contre dépôt de titres* se font pour le terme et aux conditions stipulées par écrit entre les parties. Si l'une des parties désire renouveler le contrat à l'échéance, elle devra se mettre d'accord avec l'autre au plus tard l'avant-veille du jour de l'échéance avant 14 heures. Le jour de la liquidation du contrat, les parties échangent les actes qu'elles détiennent et y inscrivent la mention « liquidé le... (date)... », suivie de leurs signatures.

Le prêteur sur titres doit, au jour fixé pour le remboursement, tenir les titres à la disposition de l'emprunteur, au plus tard à partir de 10 heures du matin. L'emprunteur doit lever le dépôt et payer son dû avant midi. Ceci, indifféremment, pour les prêts au jour le jour, en report de quinzaine ou à date fixe.

Les valeurs données en gage restent la propriété de l'emprunteur. Le prêteur est obligé d'effectuer en temps utile le renouvellement des feuilles de coupons des titres déposés en gage. D'autre part, il est tenu de faire, à la demande et aux frais de l'emprunteur, le nécessaire pour que les droits de ce dernier puissent être exercés, tels que souscription, vote à une assemblée d'actionnaires tels que souscription, vote à une assemblée d'actionnaires, etc. Ceci pour autant que le prêteur ne doive pas se dessaisir du gage.

Arbitrage. — Tout différend relatif à des opérations financières conclues entre personnes autorisées à fréquenter le parquet, dès que l'arbitrage est demandé par les intéressés, est tranché par la Commission de la Bourse statuant, comme arbitre amiable compositeur, en premier ou dernier ressort.

Le tribunal arbitral se compose de cinq membres. Pour le composer le président de la Commission de la Bourse convoque les membres en assemblée générale et fait tirer au sort dix noms. Les cinq premiers sont arbitres effectifs, les autres suppléants. Le tribunal arbitral, après avoir entendu les parties, peut avant de délibérer, citer des témoins, demander la production de pièces justificatives, etc. Les délibérations ont lieu à huit-clos. Les votes sont secrets. Chacune des parties en cause ne peut récuser plus de deux membres du tribunal. Les sentences rendues sont inscrites dans un registre spécial, copie en est remise aux parties intéressées. Les arbitres peuvent s'adjoindre un avocat-conseil dont les honoraires seront supportés par les parties dans la proportion qui sera indiquée par le tribunal arbitral.

Courtages. — Le tarif officiel des courtages est établi comme suit :

1^o Pour la négociation de fonds publics, tant au comptant qu'à terme;

2 pour mille sur la valeur effective (intérêts compris) pour les Rentes Belges directes ou indirectes;

4 pour mille sur la valeur effective pour toutes les autres valeurs;

avec un minimum de 1/4% sur la valeur nominale et de dix centimes par titre sur les valeurs inférieures à Fr. 25,

— et 25 centimes par titre sur les valeurs supérieures à Fr. 25,— à payer tant par le vendeur que par l'acheteur.

L'agent de change intervenant comme acheteur ou vendeur dans une vente publique a droit aux mêmes courtages que ceux perçus par la Commission de la Bourse.

Le minimum de courtage est fixé à Frs. 2, par bordereau.

Pour la perception du courtage sur les actions et obligations non entièrement libérées, la partie non versée ne sera pas déduite du montant nominal de la négociation.

Une vente et un achat simultanés pour compte du même mandant donnent lieu à la perception d'un double courtage;

2^e Pour l'évaluation de fonds publics en cas de succession, partage, etc., 2 pour mille sur la valeur effective;

3^e Pour les prêts sur fonds publics, 2 pour mille à payer par l'emprunteur pour chaque terme de trois mois;

4^e Pour les reports, 2 pour mille par quinzaine, à payer soit par l'acheteur, soit par le vendeur;

5^e Pour la négociation de commerce et chèques, 2 pour mille à payer soit par l'acheteur, soit par le vendeur;

6^e Pour la négociation de billets de banque, monnaies étrangères, matières d'or et d'argent et de coupons, 1/2 % avec minimum pour les coupons de 5 centimes par coupon à payer par le vendeur et par l'acheteur.

Droit de timbre sur les actions et obligations.

Le droit de timbre proportionnel sur les actions et obligations est fixé ainsi qu'il suit :

Pour celles de 250 fr. et au dessous : fr. 0,50.

Pour celles de plus de 250 fr. jusqu'à 500 fr. : fr. 1;

Pour celles de plus de 500 fr. jusqu'à 750 fr. : fr. 1,50;

Pour celles de plus de 750 fr. jusqu'à 1.000 fr. : fr. 2;

Pour celles de plus de 1.000 fr. jusqu'à 1.500 fr. : fr. 3.

Et ainsi de suite à raison de Fr. 1 par 500 francs ou fractions de 500 francs.

Les taux fixés ci-devant sont portés au double pour les actions et obligations au porteur.

Cette disposition est applicable :

1° Aux actions ou parts d'intérêt dans les sociétés, actions de jouissance et parts de fondateur, transmissibles autrement que d'après les formes du droit civil;

2° Aux obligations émises par les sociétés civiles ou commerciales.

Le droit est dû, pour les obligations, sur le capital nominal, et pour les actions ou parts d'intérêt, sur le capital nominal ou sur le taux d'émission, s'il est supérieur au capital nominal. A défaut d'une de ces bases le droit est dû sur la valeur réelle des actions ou parts d'intérêt, à déclarer par la société, sous le contrôle de l'administration.

Droit de timbre sur titres étrangers.

Le droit de timbre sur les titres étrangers est fixé ainsi qu'il suit, savoir :

Pour ceux de Frs. 25 et au dessous : Fr. 0,25,
Pour ceux de plus de Frs. 25 jusqu'à Frs. 50 : Fr. 0,50.
Pour ceux de plus de Frs. 50 jusqu'à Frs. 100 : Fr. 1.
Pour ceux de plus de Frs. 100 jusqu'à Frs. 200 : Frs. 2.
Et ainsi de suite à raison de Fr. 1 par 100 francs ou fraction de 100 francs.

**Titres de sociétés fondées sous le régime de la
Législation Coloniale.**

Ces titres sont exempts du droit de timbre en vertu des dispositions de l'art. 2 de la loi budgétaire du Congo Belge, en date du 21 août 1921.

**Code et règlement général des taxes assimilées
au timbre.**

(Arrêté royal du 2 mars 1927)

1^o Taxe sur les opérations de Bourse autres que les reports. — Le droit est dû, en cas de vente ou d'achat, séparément par le vendeur et par l'acheteur, et en cas de souscription par le souscripteur. Il est fixé à 1 franc par Frs. 1000, sans fractions¹.

2^o Taxe sur les reports en Bourse. — L'opération de report sur fonds publics, qui est réalisée en bourse par l'entremise d'un agent de change, commissionnaire ou courtier en fonds publics, est assujettie à une taxe de 0,50 cms. par Frs. 1000, ou fractions de 1000 francs, l'opération est conclue pour un terme qui n'excède pas 20 jours; si l'opération est conclue pour un terme plus

1. Sont exemptes de la taxe les opérations ayant pour objet des titres de la dette publique belge en général que l'administration de la trésorerie fait effectuer en Bourse dans les conditions énumérées par l'art. 125.

long la taxe est fixée à 1 franc par 1000 francs ou fractions.

3° *Taxe sur les reports non réalisés en Bourse.* — Les opérations de report qui ne sont pas réalisées en bourse sont assujetties à la taxe précédente. Toutefois elle est réduite à 0,10 cms. par 1000 francs en ce qui concerne les reports conclus pour un terme qui n'excède pas vingt jours, soit entre un banquier et un agent de change soit entre banquiers ou entre agents de change. Cette taxe est indépendante de celle qui, le cas échéant, est exigible dans les rapports de l'agent de change ou autre professionnel avec le client pour compte duquel il opère.

4° *Taxe sur les prêts contre garantie de titres.* — Les prêts sur nantissement faits ou continués pour un terme qui ne dépasse pas vingt jours, sont soumis au régime établi pour les reports. La base du droit est déterminée par le capital emprunté.

5° *Taxe annuelle sur les titres cotés en Bourse.* — Les actions et obligations, et les fonds publics de toute nature admis à la cote du comptant ou du terme, au 1^{er} janvier de l'année d'imposition, sont passibles d'une taxe annuelle fixée à 0,25 cms. par Frs. 1000, ou fraction de 1000 francs¹.

1. Sont exonérés de la taxe les titres de la dette publique belge en général, et ceux énumérés par l'art. 160.

LA BOURSE DE LUXEMBOURG

La création de la Bourse de Luxembourg est d'origine assez récente. Elle a été décrétée par la loi du 30 décembre 1927, dont l'article 2 stipule qu'« il sera créé dans le Grand-Duché une Bourse de Commerce. L'organisation de la Bourse, son siège, la réglementation des opérations qui s'y traitent, la responsabilité des intermédiaires éventuels, l'exploitation, la surveillance de la Bourse et toutes autres mesures concernant son fonctionnement seront l'objet d'un règlement d'administration publique ». Il fut décrété que les valeurs mobilières faisant l'objet de transactions de Bourse seraient exemptes de l'impôt du timbre et du droit de transmission. La loi prévoyait également la nomination d'un ou plusieurs commissaires, appelés à surveiller, au nom du Gouvernement, le fonctionnement de la Bourse de Commerce et les opérations qui s'y traitent.

Le développement industriel du Luxembourg a naturellement abouti à la nécessité de créer une Bourse des valeurs en cette ville. En effet, seules quelques valeurs nationales étaient admises aux cotes étrangères, le besoin d'un marché régulier pour les titres nationaux se faisait sentir. Il a semblé opportun, étant donné la situation géographique avantageuse du pays, d'étendre ce marché aux valeurs étrangères.

Les valeurs sont exemptes du timbre de circulation, du droit de transmission, de l'impôt sur les coupons, ceci pour toutes valeurs étrangères, et de l'impôt de bourse, pour toutes valeurs étrangères et luxembourgeoises. Ces facilités créent aux valeurs étrangères des avantages appréciables dont elles ne peuvent bénéficier sur d'autres marchés.

Droit de timbre. — Les titres luxembourgeois sont frappés d'une charge de 1 °/00 de leur valeur *nominale*. Mais les valeurs étrangères qui font l'objet de transactions en Bourse ne supportent que le timbre du pays d'origine, et sont entièrement exemptes de ce droit au Luxembourg.

Droit de transmission. — Les titres luxembourgeois sont astreints à payer un droit de transmission, créé par la loi du 23 décembre 1913, à raison de 2,5 °/00 de leur valeur *effective*. Les valeurs étrangères admises à la cote en sont exemptes.

Impôts sur les coupons. — Les *actions* luxembourgeoises sont exonérées de tout impôt sur les coupons. Les sociétés sont intégralement et directement imposées du chef des dividendes payés aux actionnaires, les revenus d'actions nationales ne sont pas imposables dans le chef du propriétaire des titres. Les coupons d'*obligations* luxembourgeoises sont soumis, par contre, à une retenue pouvant varier entre 2 % et 4 % (les coupons des Fonds d'Etat et des communes subissent une retenue de 2 %; les coupons d'obligations rapportant 4 % au maximum, une retenue de 3,5 %; les coupons d'obligations rapportant plus de 4 %, une retenue de 4 % sur leur montant). Les coupons d'actions et d'obligations étrangères sont totalement exonérés de

toute retenue et sont payés à Luxembourg sous simple déduction des impôts du pays d'origine, ce qui parfois est bien suffisant.

Impôt sur les opérations de bourse. — L'impôt de Bourse sur toute opération faisant l'objet d'un bordereau est inconnu.

Cet état de choses favorise l'établissement de sociétés holding, investment trusts, et autres sociétés de placement, qui dans certains autres pays sont soumises à des superpositions d'impôts prohibitives, constituant un obstacle sérieux à leur constitution.

Les opérations d'arbitrage sont facilitées par des communications téléphoniques rapides et sûres. Un câble souterrain avec Bruxelles permet les communications faciles avec Anvers, Amsterdam et Londres. Le câble souterrain avec Nancy et Metz permet d'obtenir à Nancy la jonction avec le câble Strasbourg-Paris, ce qui permet d'atteindre sans effort Lyon. Avec l'Allemagne les communications sont assurées par des câbles aériens permettant de toucher Berlin, Francfort, Essen et Dusseldorf.

L'article 2 de la loi du 30 décembre 1927 fut développé par l'arrêté grand-ducal du 22 mars 1928 portant règlement d'exécution de la loi concernant la création d'une Bourse de Commerce.

Le siège de la nouvelle Bourse a été fixé à Luxembourg. Dans un cas exceptionnel il pourrait être transféré dans une autre localité du Grand-Duché, par le Directeur général des Finances après avoir entendu le Conseil d'Administration de la Société de la Bourse.

La Société anonyme de la Bourse de Luxembourg, société au capital initial de 7 millions de francs, porté à 9 millions le 2 mai 1930, exploite, administre et dirige la

Bourse de Commerce. La concession lui en a été accordée pendant une durée de 99 ans à partir de la promulgation de l'arrêté grand-ducal. La Société doit se conformer à un règlement d'ordre intérieur élaboré par elle et approuvé par le Directeur général des Finances.

L'arrêté grand-ducal spécifie les dispositions que le règlement d'ordre intérieur devra prendre. Notamment au sujet :

- 1° De la désignation et des attributions des organes chargés de la direction générale;
- 2° Des opérations traitées en bourse;
- 3° Des conditions d'admission des membres en bourse;
- 4° Des heures d'ouverture et de fermeture;
- 5° De la cotation et de la publication des cours;
- 6° Des conditions d'admission des valeurs à la cote;
- 7° Des commissions et courtages;
- 8° De la liquidation des affaires traitées au comptant et à terme.

Actuellement, les transactions en Bourse comprennent :

- a) *En valeurs mobilières*, des opérations au comptant.

En ce qui concerne les marchés en valeurs mobilières à terme, la Société de la Bourse doit attendre le vote de la loi portant abrogation de l'exception de jeu en matière d'opérations à terme. Le projet de loi s'inspire de la loi française de 1885 et tient compte de la jurisprudence intervenue en France depuis cette date. Le règlement du marché à terme n'est pas encore officiel.

- b) *En change*, des opérations au comptant et à terme.

Organisation du marché.

Administration. — La Société de la Bourse de Luxembourg est administrée par un *Conseil* de onze membres au moins, résidant tous dans le Grand-Duché et dont la majorité doit être de nationalité luxembourgeoise. Il sort chaque année le nombre d'administrateurs nécessaire pour que le Conseil soit renouvelé en entier au bout de trois ans. Le roulement est établi par tirage au sort. Les membres sortants sont rééligibles.

Chaque administrateur doit affecter vingt-cinq actions en garantie de sa gestion. Les actions de la Société sont toutes nominatives et ne peuvent être cédées que du consentement du Conseil d'administration.

Le Conseil élit parmi ses membres un président, qui doit être de nationalité luxembourgeoise, et un vice-président. Le Conseil ne peut délibérer valablement que si la majorité de membres sont présents. Les décisions sont prises à la majorité des voix.

Le Conseil assume la direction générale de la Bourse et des services qui en font partie, il a la faculté de déléguer tout ou partie de ses pouvoirs et de ses attributions à un ou plusieurs membres et à une ou plusieurs commissions.

Le Conseil d'administration nomme le personnel dirigeant de la Société, directeurs et fondés de pouvoirs, dont il fixe les attributions et les émoluments.

Un *collège de commissaires*, composé de trois membres au moins, dont la majorité doit être de nationalité luxembourgeoise, assume la surveillance des opérations sociales. Les commissaires sont nommés pour trois ans par l'assemblée générale des actionnaires. Chaque com-

missaire doit affecter dix actions de la Société en garantie de sa gestion.

Il y a lieu de ne point établir de confusion entre ces commissaires aux comptes et le *Commissaire du Gouvernement*, fonctionnaire officiel rangé dans le groupe XVII de la loi du 29 juillet 1913 sur la révision des traitements des fonctionnaires et employés de l'Etat. Ce Commissaire officiel est chargé de surveiller la Bourse de Commerce et les opérations qui s'y traitent. Ses attributions seront analysées plus bas. D'autre part il existe également un *Commissaire de service*, membre de la Commission de la Bourse, qui, tous les jours de Bourse, est de service pendant la séance.

La réunion du Conseil d'administration et du collège des Commissaires constitue le *Conseil général*, qui, comme instance d'appel, se réunit pour délibérer, sur :

- 1° Le nombre des banques et agents de change admis à traiter en bourse;
- 2° Les conditions d'admission en bourse des banques et agents de change;
- 3° L'agrément même des banques et agents de change;
- 4° L'exclusion des personnes admises à fréquenter la Bourse;
- 5° Les conditions d'admission des valeurs à la cote;
- 6° L'admission même des valeurs et leur radiation.

Le Conseil d'administration désigne une *Commission de la Bourse* dont les attributions sont fort variées. Cette Commission se compose de cinq membres effectifs et de cinq suppléants. Deux membres effectifs et deux suppléants sont choisis parmi les agents de change sur une

liste présentée par ceux-ci. Ne sont éligibles que les personnes agréées depuis trois ans au moins.

Les membres de la Commission sont nommés pour trois ans. Leur renouvellement a lieu dans les mêmes conditions que celui des membres du Conseil d'administration.

La Commission de la Bourse est chargée de :

1^o L'examen des demandes d'admission des personnes désirant être admises en Bourse;

2^o L'examen des demandes d'admission des employés, ou délégués, fondés de pouvoirs de ces personnes;

3^o L'élaboration et l'exécution des dispositions et mesures nécessaires à la régularité des transactions;

4^o La constatation, annotation et publication des cours et des prix;

5^o L'arbitrage des différends pouvant surgir entre personnes agréées et se rapportant aux transactions boursières;

6^o L'organisation des ventes publiques;

7^o L'examen des demandes d'admission des valeurs à la cote;

8^o La proposition de suspendre ou de rayer une valeur de la cote;

9^o L'examen des titres;

10^o L'exercice du pouvoir disciplinaire et de la police des locaux de la Bourse;

11^o La réalisation des cautionnements des personnes déclarées en défaut, suivant décision de la Commission de la Bourse;

12^o De constater et de réprimer les infractions au règlement.

La Commission de la Bourse se réunit sur convocation écrite ou verbale de son président. Sur la demande de deux membres, ce dernier est tenu de la convoquer endéans les quatre jours de bourse¹. La présence de la majorité des membres est requise. Les décisions sont prises à la majorité des voix.

Commissaire du Gouvernement. — Le Commissaire du Gouvernement surveille le fonctionnement de la Bourse et les transactions qui y sont effectuées. Sa rémunération est à la charge de la Société de la Bourse. Il peut prendre connaissance sans déplacement, des livres, comptes, registres et tous documents se rapportant aux transactions boursières. Il est convoqué aux séances du Conseil d'Administration.

Admission des membres en Bourse. — Seules sont admises à traiter en Bourse les personnes physiques et civiles admises par le Conseil d'administration. Ce dernier ne peut agréer que des banques et banquiers qui ont leur siège ou leur succursale dans le Grand-Duché, et les personnes physiques et civiles qui désirent s'établir comme agent de change. Seuls par conséquent les professionnels sont admis en Bourse.

L'article 4 de l'arrêté grand-ducal du 22 mars spécifie que de toute manière sont exclues de la Bourse les personnes privées de leurs droits civils ou politiques à la suite de condamnations criminelles, les personnes condamnées pour vol, recel, escroquerie ou abus de confiance, faux et usage de faux, faux témoignage, etc., les mineurs

1. On entend par *jour de bourse* le jour où se tient une séance de bourse.

et ceux qui sont en état de faillite déclarée ou de déconfiture.

Les conditions d'admission en Bourse sont les suivantes :

a) *Pour les personnes agréées*, les demandes d'admission sont adressées par écrit au Conseil d'administration. Ces demandes doivent être accompagnées, pour les *personnes physiques*, d'un certificat de domicile, d'un extrait d'acte de naissance indiquant que le candidat est âgé de vingt-cinq ans révolus, d'un document attestant que le candidat possède les capacités professionnelles requises. Pour les *personnes civiles*, d'un document attestant leur établissement dans le Grand-Duché, d'un exemplaire des statuts, et pour les sociétés par actions et les coopératives, un document attestant que leur capital social est au moins de 5 millions de francs, dont la moitié doit être versée.

Les demandes d'admission sont affichées en Bourse pendant huit jours consécutifs. Durant cette période, la Commission de la Bourse reçoit les observations qui pourraient être faites au sujet des candidats.

La Commission de la Bourse est autorisée à accorder des entrées spéciales, d'une durée limitée.

Les personnes agréées sont tenues de déposer un cautionnement en espèces (non productif d'intérêts) ou en titres acceptés par le Conseil. En cas de cessation des affaires, le cautionnement est libéré après expiration d'un délai de trois mois, après que la Commission de la Bourse aura constaté que la personne agréée a rempli toutes ses obligations envers la Société de la Bourse.

Le montant du cautionnement est fixé chaque année par le Conseil. Il ne saurait, toutefois, être inférieur à

100.000 francs, le franc étant calculé sur la base de 1/175^e de la livre sterling. Les décisions augmentant le cautionnement n'ont pas d'effet rétroactif sur les montants déposés par les personnes agréées antérieurement à cette décision.

Le cautionnement peut être proportionné au nombre des délégués de chaque firme. Sa valeur peut, à toute époque, être révisée par le Conseil d'administration.

Les agents de change ne peuvent, en dehors de leur profession, exercer qu'une profession accessoire à celle d'agent de change. Il est formellement interdit aux personnes agréées, ceci sous peine d'exclusion, d'effectuer n'importe quelle transaction pour compte des employés des autres personnes agréées, de les favoriser ou de leur prêter leur concours.

b) *Pour les délégués*, les personnes agréées désirant en faire admettre aux séances doivent en adresser la demande par écrit au Conseil d'administration. Les délégués, ou fondés de pouvoirs, sont tenus de résider dans le Grand-Duché, être âgés de vingt-cinq ans révolus et avoir accompli un stage préliminaire d'un an, au moins, chez un agent de change ou chez un banquier. Les délégués sont autorisés à effectuer des transactions. L'étendue de leurs pouvoirs doit être très exactement spécifiée.

c) *Pour le personnel auxiliaire*, qui n'est pas autorisé à agir en Bourse, les demandes écrites sont adressées à la Commission de la Bourse.

Un tableau des personnes agréées et de leurs délégués ou fondés de pouvoirs, est dressé et publié chaque année.

L'autorisation de traiter en Bourse ou de fréquenter le

inarché peut être révoquée à tout moment par le Conseil d'administration. L'intéressé peut interjeter appel de cette décision auprès du Commissaire du Gouvernement. Ce dernier peut faire opposition à cette décision, ceci dans la huitaine. Il invite le Conseil d'administration, dans les quinze jours à la date de cette opposition, à délibérer à nouveau sur le même objet. Pour être valable cette deuxième décision doit être prise en Conseil général (Conseil d'Administration et Collège des Commissaires réunis).

Les personnes agréées en Bourse sont passibles de peines disciplinaires pouvant aller jusqu'à l'exclusion. Les peines prévues sont :

- a) L'avertissement;
- b) Le blâme avec affichage à l'intérieur de la Bourse;
- c) La suspension;
- d) L'exclusion.

Sont passibles de la suspension ou de l'exclusion :

1° Les personnes agréées et les délégués qui refusent de déclarer les cours conformément au règlement;

2° Les personnes ayant sciemment fait annoter un cours faux ou le cours d'une transaction fictive;

3° Les personnes coupables d'avoir fait annoter un cours non conforme au règlement;

4° Celles qui ont coopéré sciemment à une annotation fausse et à une transaction fictive;

5° Celles qui prétendent faussement un cours auquel une valeur aurait été négociée.

Le Conseil d'administration fixe le tarif d'après lequel les personnes agréées ont à payer une cotisation annuelle pour elles-mêmes, pour leurs délégués ou pour leur personnel auxiliaire.

Admission des valeurs à la cote officielle. — L'admission des valeurs et leur radiation appartiennent, aux termes de l'arrêté grand-ducal du 22 mars 1928, au Conseil d'administration de la Société de la Bourse. Les demandes sont adressées par écrit au Conseil et signées par les demandeurs dont un au moins, doit être agréé à la Bourse de Luxembourg. Les demandes sont examinées par la Commission de la Bourse qui fait son rapport au Conseil d'administration. Ce dernier prend sa décision sans avoir de justification à produire.

Les valeurs suivantes ne peuvent être admises à la cote :

1^o Obligations d'un emprunt inférieur à un million de francs;

2^o Obligations d'une partie d'un emprunt, si la tranche pour laquelle l'admission est demandée est inférieure à un million de francs;

3^o Actions, parts et obligations de sociétés dont l'actif net est inférieur à un million de francs.

Dans le cas où la réduction du capital d'une société ou du montant d'un emprunt, en-dessous de un million de francs, aurait lieu par voie de remboursement, le Conseil d'administration de la Bourse peut décider le maintien de ces valeurs à la cote.

Le maintien et l'admission des valeurs à la cote peut être soumis au paiement d'un droit dont les emprunts de l'Etat luxembourgeois, des établissements publics et des communes luxembourgeoises sont exonérés.

Le Conseil fixe la date à partir de laquelle une valeur est admise à la cote et peut rayer de la cote ou suspendre momentanément la cotation des valeurs pour lesquelles on n'aurait pas observé les règles prescrites.

La Commission de la Bourse peut également suspendre momentanément la cotation d'une valeur, sans toutefois que la durée de cette suspension puisse dépasser deux mois.

La Commission de la Bourse peut proposer l'admission d'office d'une valeur à la cote, elle peut également dispenser de l'observation de certaines dispositions des articles 28, 29 et 30 du règlement d'ordre intérieur, visant les formalités relatives aux demandes d'admission, ces dispositions ne s'appliquant pas aux valeurs luxembourgeoises précédemment énumérées.

Toute demande d'admission régulièrement présentée est publiée dans la cote, avec indication des signataires, et affichée en Bourse pendant au moins trois jours consécutifs. La demande doit être accompagnée :

1° De 25 exemplaires d'un prospectus comportant toutes les indications nécessaires pour renseigner sur le titre et prescrites par les articles 33, 80, 103 et 161 de la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales : ainsi, selon l'article 33, relatif aux *actions, titres et parts bénéficiaires* :

a) La date de la société, celle de tous ses actes apportant des modifications aux statuts et les dates de leur publication;

b) L'objet de la société, le capital social et le nombre d'actions;

c) Le montant du capital non libéré et la somme restant à verser sur chaque action; le nombre et le taux des obligations émises avec indication des garanties hypothécaires éventuelles;

d) La composition des conseils d'administration et de surveillance;

e) Les énonciations prescrites par l'art. 27 (spécification des apports qui ne sont pas effectués en numéraire, mutations, charges hypothécaires, etc.);

f) Le dernier bilan et le dernier compte des profits et pertes ou la mention qu'il n'a pas encore été publié.

Selon l'art. 80, relatif aux *obligations* :

a) L'objet de la société;

b) Sa durée;

c) La date de l'acte de société, celle de tous actes apportant des modifications aux statuts et les dates de leur publication;

d) Le capital social et la partie de ce capital non libéré;

e) La composition des conseils d'administration et de surveillance;

f) Les charges hypothécaires grevant les biens ou les droits immobiliers qui appartiennent à la société ainsi que le montant des obligations déjà émises par la société avec l'énumération des garanties attachées à ces obligations;

g) Le nombre et la valeur nominale des obligations à émettre ou à vendre, l'intérêt à payer pour chacune d'elles, l'époque et les conditions de remboursement;

h) Le dernier bilan et le dernier compte de profits et pertes ou la mention qu'il n'a pas encore été publié.

De même que pour les actions et parts, la publication, aux annexes du *Mémorial* (qui correspond au *Journal Officiel*) de ces renseignements doit avoir lieu dix jours francs, au moins, avant l'exposition, l'offre ou la vente publique.

L'article 161 stipule que les titres des sociétés étrangères sont soumis aux conditions prescrites pour l'émis-

sion, l'exposition, l'offre et la vente publique des titres de sociétés luxembourgeoises. Il spécifie, d'autre part, que les actions des sociétés étrangères qui représentent des apports ne consistant pas en numéraire, les titres ou parts bénéficiaires de ces sociétés, ne peuvent à peine de nullité être vendus dans le Grand-Duché que dix jours après la publication aux annexes du *Mémorial* du deuxième bilan qui suit leur création. La nullité de la vente ne peut être invoquée que par l'acheteur. L'action en nullité doit être intentée au plus tard dans les deux ans de la vente.

L'article 103 applique aux commandites par actions les dispositions relatives aux sociétés anonymes.

2^o D'un spécimen du titre provisoire et du titre définitif.

Les demandes doivent être accompagnées de divers autres documents, selon qu'il s'agit :

d'actions ou parts de sociétés :

3^o D'une copie de l'acte de constitution, copie certifiée conforme ou exemplaire de l'imprimé officiel la publiant. Le Conseil d'administration de la Bourse peut également exiger une attestation que la société est fondée conformément à la législation du pays d'origine;

4^o D'une copie certifiée conforme de la délibération autorisant la société à émettre des actions ou des parts.

d'obligations de sociétés :

En plus des pièces ci-dessus énumérées, une copie certifiée conforme de l'acte autorisant l'emprunt et de tous documents annexes, tels que certificat

d'inscription hypothécaire, acte de nantissement, convention avec un « trustee », etc., et un certificat justifiant que les obligations constituent un engagement de la société.

d'emprunts d'Etat, de commune ou d'établissements publics :

En plus des pièces indiquées *sub* 1 et 2, d'une pièce justifiant de la publication officielle de la loi ou de l'arrêté concernant l'emprunt ou, à défaut de publication, d'une attestation constatant que la décision relative à l'emprunt émane des autorités compétentes, et de la justification que l'approbation ou l'autorisation est obtenue.

D'autre part, les demandes d'admission doivent également être accompagnées d'une déclaration d'un établissement public ou société qui s'engage :

1° A assurer le service financier de l'emprunt par un organe, caisse ou banque, établi à Luxembourg-Ville, à accepter un cours fixe de réduction en francs si le remboursement du capital et le paiement des intérêts sont stipulés en monnaie étrangère;

2° A fournir au porteur des titres la possibilité de déposer sans frais à Luxembourg-Ville, les talons en vue du renouvellement de la feuille de coupons et d'obtenir gratuitement les nouvelles feuilles;

3° A publier à Luxembourg toutes les communications adressées aux porteurs des valeurs;

4° A publier à Luxembourg les listes des tirages, récapitulations des numéros sortis antérieurement et le nombre des titres restés en circulation;

5° A donner la possibilité d'échanger à Luxembourg-

Ville les titres provisoires en titres définitifs et d'y effectuer toutes les opérations auxquelles les titres donnent lieu;

6° De permettre aux porteurs de se procurer à Luxembourg-Ville, sans frais, les *duplicata* des titres devenus non livrables en vertu d'une décision de la Commission de la Bourse;

7° Pour les actions, obligations de sociétés, publier annuellement à Luxembourg le bilan, le compte de profits et pertes du dernier exercice et d'en assurer la distribution gratuite.

En dehors de tous les documents énumérés, le Conseil d'administration et la Commission de la Bourse peuvent demander la communication de toutes autres pièces dont la production serait jugée utile¹.

Cotations. — Le droit d'annoter et de publier les cours appartient à la Société de la Bourse. Nulle personne agréée en Bourse ne peut publier ou faire publier un cours sans autorisation préalable de la Commission de la Bourse. Tous les différends concernant l'annotation des cours sont tranchés, séance tenante, par le Commissaire de service. Aucun cours ne peut être modifié ou changé sans son autorisation.

Cotation des valeurs mobilières. — La cotation des valeurs mobilières porte sur des transactions d'un montant minimum de 10 titres ou 5.000 francs de valeur effective. Ceci s'entend pour les transactions au comp-

1. En vertu de l'art. 31 du R. O. S. la Commission de la Bourse peut dispenser de l'observation de certaines dispositions énumérées ci-dessus et ayant trait à l'admission des valeurs à la cote.

tant. La quotité minimum des transactions à terme sera fixée ultérieurement par le Conseil d'administration.

Seuls sont inscrits, d'autre part, les cours des transactions conclues pendant les séances sur l'emplacement réservé en Bourse au marché d'une valeur.

La cote est établie entre 14 et 14 h. 15. Aucun cours n'est reçu après le coup de cloche qui, à 14 h. annonce la clôture.

Les cotations se font *soit en pour cent, soit en francs*, selon la décision de la Commission de la Bourse. Les valeurs allemandes sont cotées en francs, le cours s'entend toujours par coupures de 100 marks. Les valeurs négociées en pour cent cotent par écarts de *cing centimes*. Les obligations à revenu fixe cotées en francs se traitent par écarts de *un franc*. Les autres valeurs cotées en francs cotent avec les écarts ci-après :

<i>Cours</i>	<i>Ecart</i>
—	—
Jusqu'au cours de 250 fr.	Par écarts de 1 fr.
De 250 à 1.000 fr.	— 2 fr. 50
De 1.000 à 2.500 fr.	— 5 fr.
De 2.500 à 5.000 fr.	— 10 fr.
Au-dessus de 5.000 fr.	— 25 fr.

Les titres non libérés, actions et obligations, sont cotés d'après le nominal. Le montant effectif s'établit par déduction de la partie non-versée.

Les cours sont établis et constatés à l'aide de fiches remplies par les acheteurs ou les vendeurs et remises aux greffiers chargés d'inscrire les cours.

L'appel des valeurs pour l'établissement des premiers cours, qui ont lieu à la criée, est précédé de l'appel des valeurs pour lesquelles on s'est porté « argent » ou « papier »

(c'est-à-dire acheteur ou vendeur) dans la bourse précédente.

En effet, l'agent de change qui ne trouve pas de contre-partie en séance peut déclarer un cours *argent* (cours d'achat) ou un cours *papier* (cours de vente). Ce cours est inscrit à la cote précédé de la lettre A ou P.

L'inscription de ce cours est demandé par une fiche blanche indiquant également le montant sur lequel porte la transaction éventuelle. A défaut d'indication, la transaction est censée porter sur le minimum réglementaire. Ces fiches sont déposées immédiatement après la déclaration en criée de rigueur. Elles ne sont acceptées que jusqu'à 14 heures.

Le fait, pour un agent de change, de déclarer un cours Argent ou Papier implique pour lui l'obligation de prendre ou de donner, sur demande d'une contre-partie éventuelle, le minimum prévu par le règlement, à moins que la déclaration de cours ne stipule un montant *inférieur* au minimum réglementaire. La responsabilité de l'agent, déclaré Argent ou Papier en obligations, reste engagée jusqu'après l'appel du premier cours dans la bourse suivante, tandis que son engagement cesse avec la séance lorsqu'il est A. ou P. en actions. L'effet d'une déclaration de cours est annulé si l'inscription Argent ou Papier est suivie d'une transaction au cours indiqué. De même, si une transaction est conclue à un cours supérieur au cours Argent, ou inférieure au cours Papier. Dans les deux cas les cours d'achat et de vente déclarés par l'agent sont annulés d'office.

Il est interdit de déclarer un cours Argent si tous les titres offerts à ce cours n'ont pas été absorbés, ni un cours Papier si toutes les demandes à ce cours n'ont pas été satisfaites.

Ordres de Bourse. — Les ordres de bourse peuvent être donnés :

- 1^o au premier cours, ou à la première période;
- 2^o à un cours limité pour la durée de la séance ou jusqu'à révocation¹.

Cours fixe — Les transactions se font toutes à « cours fixe » et exclusivement à la corbeille réservée. La séance est divisée en deux périodes. La première est de 12 h.30 à 13 h. et la deuxième de 13 h. à 14 heures. Chacune d'elles est annoncée par des coups de cloche.

Dans la *première période* on cote le premier cours, ou à défaut de ce cours un cours Argent ou Papier, ou ces deux cours. Les membres agréés qui désirent effectuer des transactions au premier cours se rencontrent à la corbeille réservée à partir de 12 h. 30. L'appel des valeurs est fait par un greffier. Chaque personne agréée déclare à haute voix qu'elle désire traiter dans la valeur proclamée. La discussion des offres et des demandes a ensuite lieu à la criée et permet de fixer un cours auquel sont exécutés tous les ordres passés *au premier cours* ou *pour la première période*, sauf cas d'offres et de demandes réduites.

Dans la *deuxième période* sont cotés tous les cours faits. Les cours sont inscrits au fur et à mesure qu'ils se produisent, dans l'ordre de la rentrée des fiches blanches remises par les acheteurs ou les vendeurs, indiquant le cours de la transaction et la contrepartie.

Dans les deux cas, il est interdit, sauf autorisation préalable du commissaire de service, d'introduire un cours s'écartant comparativement au cours précédent

1. Les transactions au « cours moyen » ne sont possibles que pour autant qu'il y a contre-partie. Dans ce cas, les parties s'abstiennent de coter et le « cours moyen » est la moyenne arithmétique des cours extrêmes.

de plus de 2% sur la valeur nominale des rentes d'Etat, emprunts de ville, etc., de plus de 5% sur la valeur effective d'autres obligations, de plus de 10% sur la valeur effective des actions, parts, etc. Il est interdit de coter un cours en hausse tant que les titres offerts à un cours inférieur n'ont pas été absorbés, ni de coter un cours en baisse tant que toutes les demandes à un cours supérieur n'ont pas été servies.

Cotation des droits de souscription. — Les droits de souscription sont cotés comme indiqué plus haut. Leur cotation commence le jour de la publication officielle des prospectus et cesse le jour de la clôture de la souscription. La cotation se fait en francs, avec un écart de dix centimes.

Pour avoir droit à la cote, une transaction en droits doit porter sur un minimum de dix droits ou sur un nombre de droits représentant un montant effectif de 300 francs.

Cotation des changes. — La cotation des changes a lieu à 13 heures. Celle des billets et monnaies étrangères à 13 h. 15. Ceci, en présence du Commissaire de service. Pour avoir droit à la cote, les transactions doivent porter sur un minimum effectif de 50.000 francs, et être conclues sur l'emplacement réservé au marché des changes par la Commission de la Bourse.

Cotation des prêts. — La cotation des prêts a lieu de 12 h. 30 à 13 h. 30. Seuls sont inscrits les taux d'intérêts des prêts conclus à la Bourse sur l'emplacement réservé au marché des capitaux. Pour avoir droit à la cote, le montant des prêts doit s'élever au moins à 100.000 francs.

Cote officielle. — La cote des cours est publiée le jour même. Un exemplaire de la cote est affiché à l'intérieur de la Bourse de 15 h. 45 à 16 heures.

La cote est rédigée par la Commission de la Bourse. L'établissement de la cote se fait par les greffiers de la Société de la Bourse, en présence du commissaire de service. Elle comprend les cours des transactions en valeurs mobilières, changes et monnaies admises à la cote.

En tête de la cote figure, sous la rubrique : *Taux de réduction*, le tableau des changes fixes applicables aux valeurs traitées en monnaies étrangères. Suivent ensuite les communiqués officiels, avis de la commission de la Bourse, ventes publiques, rappels de cours, ainsi qu'une liste des agents de change agréés en Bourse de Luxembourg.

Les différents compartiments de la cote sont répartis entre les :

1^o Fonds d'Etat, emprunts des villes et des communes luxembourgeoises, obligations du Crédit Foncier (intérêt à bonifier sur les cours de ces valeurs, cotées *en pour cent*);

2^o Obligations industrielles et diverses, indigènes (intérêts compris dans le cours de ces valeurs, cotées *en francs*);

3^o Obligations industrielles et diverses, étrangères (intérêts à bonifier sur les cours de ces valeurs, cotées *en pour cent*);

4^o Actions et parts, etc. (cotées *en francs*).

Banques, entreprises immobilières et hypothécaires,
Chemins de fer et tramways,
Entreprises de gaz, d'électricité et Trusts,
Industries métallurgiques,
Valeurs diverses.

Les cours de la deuxième période de la Bourse sont également indiqués¹ :

- a) premier cours,
- b) cours de la deuxième période,
- c) cours précédent.

Plus de deux cent cinquante valeurs sont actuellement portées à la cote officielle.

Rappels de cours. — Les réclamations contre les cours sont admises pendant le premier quart d'heure suivant l'affichage. Elles sont adressées au commissaire de service qui peut, de sa propre autorité, écarter les réclamations tardives.

Le commissaire de service examine le bien-fondé de ces réclamations. Il peut, par tous les moyens s'assurer de la véracité des cours inscrits, tranche les différends sur place et a le droit de procéder à toutes investigations utiles, y compris la production des carnets des personnes intéressées.

Les modifications ou compléments de cotation doivent avoir lieu, au plus tard, le deuxième jour de bourse après la cotation.

Les cours des transactions effectuées entre 12 h. et 12 h. 30 ainsi qu'entre 13 h. 45 et 14 h. 30 ne sont pas portées sur la cote.

Transactions. — Ne peuvent faire l'objet d'une transaction de bourse que les valeurs mobilières et les changes, devises et monnaies. En change toutes opérations sont admises, sauf avis contraire formellement stipulé

1. Il y a en effet deux périodes en bourse de Luxembourg. De 12 h. 30 à 13 heures, et de 13 h. à 14 heures. Les cours des deux périodes sont distingués à la cote par une barre verticale.

du conseil d'administration, les opérations se traitent au comptant et à terme. En valeurs mobilières toutes valeurs peuvent faire l'objet d'une transaction, à moins que le conseil d'administration n'en ait jugé autrement pour telle ou telle valeur déterminée.

Transactions en valeurs mobilières. — Les transactions en valeurs mobilières sont effectuées au comptant. Le règlement d'ordre intérieur prévoit la possibilité d'étendre aux opérations à terme les affaires en valeurs mobilières (article 55 du règlement), et régit d'ores et déjà les négociations à primes (articles 84, 85 et 86 du règlement).

Négociations au comptant. — Les parties qui ont conclu une transaction sont tenues d'échanger, au plus tard le jour de bourse suivant, avant 13 heures, les engagements stipulant les conditions de la négociation. Il est fait usage des formules établies par la Commission de la Bourse à cet effet. Il y a lieu de distinguer les opérations au comptant ordinaires et celles qui comportent une clause de « livraison différée ».

Livraison des titres. — La livraison des titres vendus est faite contre paiement du prix d'achat. Il y a lieu d'envisager deux éventualités :

1^o dans les cas *d'opérations au comptant ordinaires* la livraison doit avoir lieu au plus tard le troisième jour de bourse qui suit la négociation, sauf stipulation contraire;

2^o dans le cas d'une *transaction avec livraison différée*, au plus tard le 21^e jour après la conclusion de la transaction. Le vendeur est tenu de prévenir l'acheteur au moins un jour de bourse avant la livraison.

Dans les deux cas, pour les valeurs à revenu fixe, les intérêts sont à bonifier à partir de l'échéance du dernier coupon jusque et y compris le premier jour de liquidation qui suit la transaction, sauf pour les valeurs à revenu fixe dont le cours est indiqué à la cote « intérêts compris¹ ».

Si les transactions portent sur des titres qui ne sont pas encore mis en circulation le jour de la transaction ou bien circulent en quantité insuffisante, les livraisons doivent être effectuées au plus tard le troisième jour après la date fixée par la Commission de la Bourse, qui détermine également, pour les valeurs à revenu fixe de cette catégorie, les intérêts à bonifier.

Les personnes agréées en Bourse sont tenues d'inscrire dans des registres spéciaux les numéros de tous les titres qu'elles reçoivent ou qu'elles livrent.

La livraison et l'acceptation des valeurs s'effectuent dans la salle de la Bourse, les jours de bourse (samedis inclus), entre 9 et 11 heures. N'ont accès à la liquidation que les personnes agréées, leurs délégués ou fondés de pouvoirs et les liquidateurs. Les livraisons se font à l'emplacement de l'acheteur. Après pointage, les parties inscrivent sur leur *feuille de liquidation* le total des achats et ventes effectuées, et remettent ensuite ces feuilles, avant onze heures, aux employés chargés de la suite des opérations de liquidation. Les erreurs de calcul sont passibles d'amendes pouvant s'élever jusqu'à 250 francs.

1. Les mois sont comptés à raison de trente jours pour les valeurs donnant lieu à un calcul d'intérêts. Les intérêts sont calculés sur la valeur des titres, au taux mentionné dans la troisième colonne de la cote, sans déduction d'impôts. Les ventes effectuées la veille d'un déchetement d'un coupon ne donnent lieu à aucun décompte, le coupon, reste la propriété du vendeur.

Coupures. — Si les titres comportent diverses coupures, l'acheteur avant la conclusion de la transaction, doit spécifier les coupures qu'il désire acheter. Sinon le vendeur est libre de livrer les coupures à son choix.

Coupons. — Les coupons échus et restés en souffrance doivent rester attachés aux titres. Ils sont compris dans le prix d'achat. Les titres sujets à des renouvellements de coupons peuvent être livrés sans les nouvelles feuilles de coupons, jusqu'au moment où les titres munis de ces nouvelles feuilles circulent en nombre suffisant.

Tirages. — Un titre sorti au tirage cesse d'être négociable.

Il appartient au vendeur de vérifier les tirages. Il est tenu d'échanger le titre livré, s'il est sorti au tirage, contre un titre régulier. Sa responsabilité reste engagée pendant six mois à partir de la livraison. Si le vendeur ne peut livrer avant tirage des titres qui y sont soumis, il est tenu de faire connaître par écrit à l'acheteur, les numéros avec lesquels ce dernier y participera.

Oppositions, titres provisoires. — Les titres frappés d'opposition ne sont pas de bonne livraison. Les titres provisoires peuvent être refusés à partir du quinzième jour après la date où les titres définitifs sont mis en circulation.

Titres nominatifs. — En ce qui concerne les valeurs nominatives, si la société refuse l'agrément du nouvel acheteur, ce dernier ne peut résilier l'opération. Il est tenu de trouver un titulaire à la convenance de la société. Le prix d'achat est exigible sur présentation, par le vendeur, d'une pièce d'où il ressort qu'il a effectué le dépôt des titres et rempli les formalités requises pour le transfert.

Exécutions d'office. — En cas de non livraison des titres dans le délai prescrit, l'acheteur peut ou bien considérer la transaction comme nulle, ou bien mettre le vendeur en demeure de livrer les titres au plus tard le deuxième jour de la bourse qui suit cette mise en demeure. Sinon l'acheteur peut faire afficher le vendeur pendant trois jours de bourse consécutifs et procéder ensuite, par l'entremise de la Commission de la Bourse, au rachat.

L'acheteur est tenu, d'autre part, d'accepter les titres au terme fixé pour leur livraison. Sinon le vendeur a le droit de faire résilier ses titres en observant les mêmes formalités. Les rachats et reventes peuvent porter sur tous les titres, même sur les titres non cotés.

Une personne agréée qui par suite d'erreur ou d'omission ne trouve pas sa contre-partie, peut inviter celle-ci par voie d'affichage en Bourse, à se faire connaître. Si personne ne se présente les titres peuvent être revendus ou rachetés le jour de bourse qui suit l'affichage.

Négociations à prime. — Ainsi qu'il a été observé, le règlement prévoit les opérations à primes qui pourraient être traitées sur le marché. Les primes peuvent se traiter :

- 1^o à échéance convenue;
- 2^o pour la liquidation en cours;
- 3^o pour la liquidation suivante.

Pour les engagements à *échéance convenue*, la réponse des primes peut se faire tous les jours, au plus tard la veille de l'échéance. Pour les autres, la réponse des primes se fera le dernier jour précédant les liquidations bimensuelles. Ceci pour le moment où le marché à terme

commencera à fonctionner. Les primes se paient le lendemain du jour de la réponse des primes.

Sont autorisées les primes à l'achat, les primes à la vente, les stellages et les doublures. Dans toute transaction à prime, le vendeur reste propriétaire des titres jusqu'à la réponse de l'acheteur qui accepte la livraison. Toutefois, les dividendes qui viendraient à être déclarés entre le jour de la conclusion de la transaction et celui de la réponse, sont bonifiées à l'acheteur.

Transactions en coupons et en titres remboursables.

— Les coupons et les titres remboursables sont négociés sous garantie de leur rentrée. Ceux qui sont payables en monnaie étrangère sous garantie de paiement en cette monnaie. Le vendeur est tenu d'apposer au *verso* des coupons des marques ou estampilles indiquant leur provenance.

La durée de la garantie du vendeur est limitée pour les coupons et titres remboursables payables :

- a) En Europe, à 1 mois;
- b) A New-York, à 2 mois;
- c) Ailleurs, à 3 mois.

Ces délais commencent à courir le jour de la livraison ou celui de l'échéance, si les coupons ou les titres sont payables après la livraison.

La durée de la garantie du vendeur est illimitée dans les cas suivants :

- a) Les coupons appartiennent à des titres déjà sortis;
- b) Les coupons sont uniquement payables avec le remboursement du titre;
- c) Les coupons sont faux, irréguliers ou frappés d'opposition.

Liquidation par des tiers. — En cas de liquidation d'une transaction par des tiers, toutes les obligations incombant au vendeur ou à l'acheteur retombent sur le tiers intervenant. Celui-ci sera responsable du dommage pouvant résulter du retard ou de l'inexécution de son mandat. Mais l'acheteur ou le vendeur conservent leur recours contre la première contre-partie.

Règlement des transactions en valeurs mobilières.

— Les livraisons et paiements des transactions se font par l'entremise de la Chambre de liquidation.

La Chambre de liquidation, organisée avec la *Caisse d'épargne*, par la Société de la Bourse, a pour but de faciliter le règlement des soldes journaliers consécutifs aux livraisons du comptant.

Toute personne agréée en Bourse doit se faire ouvrir un compte à la Caisse d'épargne. Ces comptes ne sont pas productifs d'intérêts, sauf stipulation contraire. Les participants peuvent également obtenir de la Caisse d'épargne des ouvertures de crédit en compte-courant, contre remise de titres en nantissement. Les titres admis en garantie sont énumérés à l'art. 3 de la Convention du 6 mai 1929 relative à la Chambre de liquidation.

La Société de la Bourse remet chaque jour ouvrable à la Caisse d'épargne, le relevé des soldes débiteurs ou créditeurs à porter aux comptes des personnes agréées. La Caisse d'épargne transmet ensuite les avis comptables à la Société de la Bourse, qui les fait suivre aux intéressés.

Les participants sont tenus d'aviser la Caisse d'épargne, avant 16 heures, des retraits qu'ils feront opérer le

lendemain sur leur compte-courant, en indiquant si le retrait aura lieu :

a) par le transfert au crédit de leur compte chèques-postaux;

b) par virement ordinaire ou télégraphique au crédit du compte chez leur correspondant bruxellois;

c) par un retrait d'espèces;

d) par transfert au crédit d'un autre membre de la Chambre de liquidation.

Change et escompte.—Les négociations en change et les escomptes donnent lieu à un échange d'engagements immédiat, indiquant toutes les conditions de la transaction. Les chèques, effets de commerce, espèces et billets de banque étrangers, sont livrés par le vendeur, sauf stipulation contraire, le jour de la transaction, dans les bureaux de l'acheteur. Le paiement est fait contre livraison.

Les effets de commerce sont sujets à un calcul d'intérêts, les mois étant comptés à leur *nombre exact* de jours, l'année commerciale à raison de 360 jours, le jour de la négociation étant toujours compté en faveur de l'acheteur.

Pour les effets à plusieurs jours de vue créés sur un pays étranger, les parties conviennent entre elles des jours d'intérêts qu'il y aura lieu de bonifier au-delà des jours stipulés dans l'effet. Pour les effets sur l'Angleterre, les trois jours de grâce accordés pour le paiement dans ce pays ne sont pas pris en considération et ne sont pas comptés dans le nombre des jours d'intérêts à bonifier. Le timbre étranger reste à la charge du vendeur. Les opérations d'escompte ne peuvent porter sur des montants inférieurs à une contre-valeur minimum de 5.000 francs.

Ventes publiques. — Le premier jeudi de chaque mois, à 14 heures, il peut être tenu, par le ministère d'un officier public, une vente publique de valeurs non cotées. Les ventes ont lieu au comptant par la voie des enchères, sauf avis contraire de la Commission de la Bourse.

Les personnes agréées seules ont le droit d'exposer ou d'acheter en ventes publiques.

Les valeurs sont vendues *en pour cent* du capital nominal. Il est fait mention des exceptions dans la liste. Les titres non libérés sont vendus d'après leur valeur nominale. Le montant effectif s'établit par déduction du non versé.

Le courtage des transactions est le même que celui des transactions ordinaires. Les valeurs retirées avant la vente ou non adjudgées paient demi-courtage.

Courtages. — Chaque opération d'achat ou de vente traitée par une personne agréée, donne lieu à la perception d'un courtage. Il est interdit aux personnes agréées, ceci sous peine d'amende pouvant s'élever de fr. 1.000 à 100.000, de faire aucune convention de partage, de remise ou de réduction, sauf avec des banques, agents de change, commissionnaires et courtiers en fonds publics. La rétrocession ne peut dépasser la moitié du courtage net.

Le tarif des courtages est arrêté par le Conseil d'administration, et fixé comme suit :

Taux officiel des courtages.

(Articles 103-105 du règlement d'ordre intérieur.)

L'application du tarif des courtages¹ pour les opérations de Bourse ci-après énumérées est obligatoire pour toutes les personnes agréées à la Bourse de Luxembourg, les contrevenants étant passibles de l'amende fixée par l'article 105 du règlement d'ordre intérieur.

Sur les achats et les ventes du marché au comptant :

2 pour mille² pour les emprunts de l'Etat luxembourgeois des Etats étrangers, des communes luxembourgeoises et étrangères;

4 pour mille³ pour toutes les autres valeurs.

Sur les achats et les ventes du marché à terme :

4 pour mille pour toutes les valeurs.

Sur la vente des droits de souscription .

4 pour mille de la valeur du titre, la valeur du droit comprise, avec un maximum de 10 % de la valeur du droit et un minimum de 1 franc par droit.

Sur les ventes publiques :

4 pour mille.

1. La perception du courtage est assurée par l'apposition et l'annulation de timbres adhésifs à concurrence du montant exigible. L'annulation des timbres peut être opérée par l'indication, en caractères indélébiles, soit de la date de l'apposition du timbre, soit de la signature de l'intermédiaire; l'intermédiaire peut également faire usage d'une griffe reproduisant à l'encre grasse le nom ou la raison sociale ainsi que la date, en chiffres arabes, de l'apposition du timbre.

Les timbres adhésifs sont vendus par la Société de la Bourse à raison de 0 fr. 10 par 1 franc de timbre.

Les timbres adhésifs ont la valeur nominale suivante : fr. 1, — 2, — 3, — 4, — 5, — 10, — 20, — 30, — 40, — 50, — 100, — 200, — 500, —.

2. Pour l'application du courtage à 2 ‰, les montants effectifs non divisibles par 500 seront arrondis vers le montant immédiatement supérieur, divisible par 500, p. ex. : 3.750 = 4.000.

3. Pour l'application du courtage à 4 ‰, les montants effectifs non divisibles par 250 seront arrondis vers le montant immédiatement supérieur, divisible par 250, p. ex. : 1.875 = 2.000.

LA BOURSE DE STOCKHOLM

La situation prépondérante, par rapport aux autres bourses scandinaves, du marché des valeurs de Stockholm s'explique du fait des avantages de la situation industrielle du royaume et des garanties de sécurité offertes par ses institutions financières. Au point de vue de l'importance des transactions, la Bourse de Stockholm ne pourrait évidemment soutenir la comparaison avec les grands marchés internationaux, mais la qualité des valeurs traitées en fait un centre d'activité très sain. D'autre part, le mécanisme technique des transactions effectuées présente, par lui-même, un intérêt évident et peut être avantageusement comparé à celui des grandes bourses modernes les plus perfectionnées.

Le développement de l'industrie suédoise remonte à un demi-siècle environ. Il a été particulièrement accusé dans le courant des trente dernières années. La production industrielle du royaume est, pour une très large part, destinée à l'exportation. Les machines électro-mécaniques, le minerai de fer, la cellulose, le bois, les allumettes, le papier, en sont les principaux objets. Certaines caractéristiques essentielles marquent l'activité économique de la Suède d'une empreinte particulière. Ce sont : la stabilité de la production et des entreprises, la concen-

tration des industries et des capitaux, enfin le caractère international de leur activité.

La *stabilité* de l'industrie suédoise provient du fait que peu d'entreprises nouvelles ont été créées dans le courant des dernières années. La plupart ont plus de vingt années d'existence. Les difficultés de la vie moderne rendent très difficile, sinon impossible, la création de toutes pièces d'une organisation industrielle nouvelle de quelque importance. Les sociétés appelées à exploiter des inventions modernes préfèrent s'affilier à des compagnies anciennement constituées, plus à même de se procurer l'outillage et les capitaux nécessaires.

La *concentration* se manifeste par la disparition progressive des petites unités. De nombreuses branches de l'industrie suédoise sont représentées par une seule et unique société, résultant de fusions antérieures. Si l'on consulte la cote de la Bourse de Stockholm, on remarque que la valeur boursière moyenne des principales industries suédoises est de 30 millions de dollars; chiffre symptomatique. Cette tendance s'observe également dans le domaine financier, les banques ont atteint un degré de concentration très élevé.

Le *caractère international* de l'industrie en est, peut-être le trait le plus saillant. Il est particulièrement accusé dans les industries de transformation, où le facteur technique joue un rôle primordial, outillage électromécanique, téléphones, roulements à billes, allumettes. L'élévation des barrières douanières a contribué au développement de cette tendance. En effet, la haute qualité de certains produits suédois détermine, de la part de l'étranger, des commandes considérables. Or, si la Suède est un des rares pays qui n'aient point depuis

la guerre élevé ses tarifs douaniers, l'augmentation des droits de douane dans les autres contrées rend ses importations de plus en plus onéreuses. De ce fait, les principales industries suédoises d'exportation ont été amenées naturellement à installer des usines à l'étranger.

La métallurgie, la sylviculture, l'énergie électrique et les industries dérivées constituent les principales ressources économiques de la Suède. Son armature financière est très développée. La Banque d'Etat remonte à 1656. Entreprise privée à l'origine, la Banque fut reprise par l'Etat en 1668, et réorganisée. C'est une des plus anciennes banques d'émission actuellement existantes. Les banques d'affaires apparaissent à une date beaucoup plus récente et ne commencent à se développer qu'en 1830, sous forme de « sociétés à responsabilité solidaire », où chaque sociétaire est indéfiniment et solidairement responsable des engagements contractés par sa Maison. Il ne subsiste aujourd'hui que neuf sociétés de banque à responsabilité solidaire, dont la Banque privée de Stockholm (*Stockholm Enskilda Bank*), une des quatre banques suédoises qui dominent le marché de l'argent. Toutes les autres banques sont constituées en sociétés par actions. Jusqu'en 1897 ces anciennes banques conservent le droit d'émettre des billets. En 1863 la fondation des premières banques constituées en sociétés anonymes et dépourvues de tout droit d'émission de billets transforme profondément le caractère et l'activité des banques suédoises. A partir de 1904, la Banque d'Etat reste le seul institut d'émission du royaume. En 1900, se dessine un mouvement de concentration et de fusion dont on ne retrouve l'équivalent qu'en Angleterre. Le nombre des banques est

progressivement réduit; de 85 en 1909 il ressort actuellement à 29. Les quatre grandes banques auxquelles il a été fait allusion plus haut sont : la Banque Privée de Stockholm, déjà citée (fondée en 1856), La Société Scandinave de Crédit (*Skandinaviska Kredit Aktiebolaget*, fondée en 1863), la Banque de Commerce Suédoise (*A. B. Svenska Handelsbanken*, fondée en 1871) et la Société des Banques de Gothenbourg (*A. B. Göteborgs Bank*, fondée en 1848). Ces quatre établissements disposent de 60 % de la puissance financière du pays. L'arbitrage, les émissions d'emprunts, le « notariat », ou administration des fortunes (qui assume également les fonctions d'exécuteur testamentaire, règle les questions de succession, etc.) sont des branches importantes de l'activité bancaire en Suède.

Des règles très strictes limitent leur activité, en vue de sauvegarder la sécurité et les intérêts du public. Elles sont toutes soumises au contrôle sévère et effectif de la Surveillance des banques et des fonds (*Kungl. Bank- og fondinspektionen*), assuré par l'Etat, qui veille à ce que les lois et règlements soient strictement observés. Les banques sont tenues de verser 15 % de leurs bénéfices annuels au fond de réserve légale, ceci jusqu'à 50 % du montant du capital social engagé. Les capitaux empruntés ne peuvent être de neuf fois supérieurs à ce dernier (huit fois pour les grandes banques). La proportion entre l'actif immédiatement réalisable (disponibilités en espèces et fonds en banque non compris) par rapport aux exigibilités à vue, ne peut être inférieur à 25 %. L'acquisition des actions est soumise à des limitations déterminées et ne peut, en aucun cas, dépasser 10 % du montant du capital social et des réserves. L'achat

d'obligations, par contre, n'est soumis à aucune limitation. Cette structure financière, robuste et saine, jointe au développement régulier et à l'expansion des industries nationales, détermine un courant d'affaires très stable, et de beaucoup le plus important des pays de l'Europe Scandinave.

La Bourse de Stockholm est particulièrement à même de bénéficier de cet état de choses. On retrouve dans son organisation le même souci de progrès et de perfectionnement technique qui, sous des aspects différents se manifeste dans les autres domaines économiques ou industriels du royaume. A l'origine, la Bourse de Stockholm était exclusivement une bourse de marchandises où les commerçants pouvaient se rencontrer. Le développement actuel du réseau téléphonique rend ces entrevues personnelles superflues. Actuellement la Bourse de Stockholm, la seule et unique bourse de Suède, est un marché exclusivement affecté aux transactions en valeurs mobilières.

Le premier règlement du marché a été sanctionné par le roi en 1862. Les ventes ne pouvaient être effectuées que par l'entremise de cinq agents de change officiels. Chacun était libre par contre de se porter acheteur. Les séances avaient lieu une fois par mois. La surveillance était assurée par la municipalité, qui déléguait à cet effet un de ses organes, le Conseil du commerce et de la navigation maritime. A la suite de diverses réclamations, il fut décidé de procéder à une réorganisation du marché, en s'inspirant de la Bourse de Copenhague. La nouvelle institution fut définitivement instaurée le 1^{er} octobre 1901. Le public ne fut pas admis aux transactions qui avaient lieu à la criée. Les

séances avaient lieu trois fois par semaine, au comptant seulement. Le développement des affaires ne tarda pas à faire ressortir les lacunes du système. En 1916 le marché se trouva littéralement débordé. A partir de 1917, la surveillance immédiate de la Bourse fut confiée à un directeur, qui consacre toute son activité au marché et au perfectionnement de ses rouages¹.

Organisation du marché.

Règlement. — Le 16 mai 1919, le contrôle des autorités municipales a été remplacé par celui de l'Etat. Le règlement actuel, en date du 6 décembre 1929, fixe les conditions d'admission et d'exclusion des membres, la nature des transactions, les conditions d'admission des valeurs à la cote, etc.

Administration. — La Bourse de Stockholm est administrée par un conseil qui se compose de neuf membres et d'un nombre égal de suppléants. Le président et son suppléant sont nommés par le roi pour une durée de deux ans. Deux membres sont nommés par le conseil municipal de Stockholm, deux par la Chambre de Commerce, les autres par les banquiers et agents de change opérant sur le marché des valeurs. Le directeur de la Bourse est nommé par le conseil d'administration. Il ne doit faire partie d'aucune société ayant pour objet le commerce des fonds publics, ni exercer cette profession lui-même.

Membres actifs et « outsiders ». — Les membres de la Bourse sont les seuls intermédiaires autorisés du marché.

1. Kurt BELFRAGE, *La Bourse de Stockholm*, dans *Stockholm, son commerce et son industrie*, Stockholm, 1928, pp. 89-98.

Les négociations sont effectuées par leur entremise. Le public ne peut qu'assister aux enchères, mais non aux transactions libres. Deux catégories de membres prennent part aux transactions : les *membres actifs*, seuls admis sur le marché aux enchères et chargés d'établir les cours officiels, et les *outsiders*, qui ne sont admis que sur le marché libre, auquel peuvent également participer les membres actifs.

Admission des membres. — Les demandes d'admission sont adressées au conseil d'administration de la Bourse. Elles doivent être accompagnées de la recommandation de deux membres en activité. Le postulant, à moins d'être solidaire d'une banque ou d'une société de banque, doit déposer une caution de 25.000 couronnes. Chaque membre est astreint au versement d'un droit d'entrée de 10.000 couronnes, d'une cotisation annuelle et des taxes prévues pour l'utilisation des services techniques de la Bourse.

Pour être admis aux négociations des effets publics, il faut satisfaire à certaines conditions déterminées par le règlement. Les particuliers ou représentants de sociétés doivent jouir de leurs droits civils, d'une bonne réputation et posséder les aptitudes professionnelles requises. Ils doivent justifier de la possession d'un certain capital minimum (500.000 couronnes pour les sociétés autres que les sociétés commerciales et certaines sociétés en commandite ; 200.000 couronnes pour ces dernières et pour les particuliers ; 50.000 couronnes pour les particuliers qui prennent l'engagement de n'effectuer aucune opération pour leur propre compte).

Les maisons de commission ayant pour objet le trafic des valeurs mobilières ne peuvent être admises comme membre actif ou en qualité de outsider qu'avec l'autorisation préalable de la surveillance des banques et des fonds.

Marchés. — Seules sont autorisées les négociations au comptant. Les opérations à terme n'ont pas encore droit de cité. La Bourse de Stockholm connaît deux marchés :

1^o le *marché aux enchères*, où les cours sont établis à la criée par les membres actifs qui en ont le monopole. Seules les valeurs cotées officiellement peuvent y être négociées. Le public est autorisé à assister aux enchères, contre versement d'une cotisation ;

2^o le *marché des transactions libres*, réservé aux outsiders et aux membres actifs, mais d'où le public est exclu. Les séances ont lieu chaque jour ouvrable. Les enchères ont lieu deux fois par jour, à 11 heures du matin et à 1 heure de l'après midi (le samedi une seule fois). Le marché libre dans le grand hall de la Bourse, se tient dans l'intervalle ou après les enchères.

Cote officielle des valeurs. Listes A et B. — Les demandes d'admission des valeurs à la cote officielle sont adressées au conseil d'administration de la Bourse par les sociétés intéressées, soit directement, soit par l'entremise d'un membre, tous renseignements et documents nécessaires étant joints à l'appui. Les sociétés dont les titres sont cotés en Bourse sont astreintes à verser une cotisation annuelle dont le montant varie selon la *liste* sur laquelle les titres en question sont portés.

Il existe, en effet, deux catégories de listes : les listes A-I et A-II, qui énumèrent les titres cotés chaque jour, et les listes B-I et B-II, sur lesquelles sont portés les titres traités sur demande (B-I les lundi et jeudi B-II les mardi et vendredi).

Cotation. — Les marchés au comptant ont lieu chaque jour ouvrable. Ils consistent en deux enchères publiques, qui se tiennent dans la salle aux enchères de la Bourse à 11 heures et à 13 heures. Le marché libre tient ses assises dans l'intervalle et après les enchères, dans la salle des piliers de la Bourse. Pendant les enchères on se sert des quatre différentes listes de cours établies à l'avance par le conseil d'administration et comportant toutes les valeurs admises à la cote officielle.

Les enchères ont lieu sous la surveillance du directeur de la Bourse, par mises à prix, surenchères ou sous-enchères, des acheteurs et vendeurs présents. Les négociations sont effectuées comme suit : sitôt les valeurs proclamées, les membres de la Bourse indiquent les cours d'achat ou de vente qu'ils proposent. Si les cours d'un vendeur et d'un acheteur concordent, l'opération est conclue Ceci sur le montant minimum, en espèces ou en titres, fixé par l'administration pour les valeurs en question, à moins que les parties ne stipulent immédiatement que la transaction effectuée porte sur un montant supérieur

Dans le cas où plusieurs négociateurs s'engageraient sur une même transaction, la préférence serait donnée à ceux qui se seraient présentés les premiers. Dans le cas où la présentation des acheteurs ou vendeurs serait

simultanée, le marché serait proportionnellement réparti, si possible, entre les intéressés. Les différends sont tranchés par le directeur de la Bourse. S'il ne peut se faire de transaction sur une valeur, le directeur de la Bourse indique les cours sur lesquels se sont arrêtés acheteurs et vendeurs, ainsi que les noms de ceux que les ont proposés. Ces cours de clôture engagent les intéressés pendant un certain temps. Si l'écart entre les cours d'achat et de vente est trop sensible, il ne sera fait mention que de celui qui se trouve le plus près du dernier cours payé ou coté. Dans le cas où un cours proclamé s'écarterait trop du cours établi précédemment, ceci sans motif valable justifiant cette différence, le directeur aurait la faculté d'interdire la publication du nouveau cours.

Avis opéré. Paiements. — Toute opération de bourse donne lieu à l'établissement d'un bordereau, qui doit parvenir le jour même à l'intéressé. Le règlement de la négociation doit être effectué au plus tard, le jour ouvrable suivant la date de la négociation. En cas de retard, la contre-partie a la faculté de procéder à une réalisation d'office. Toutefois, le vendeur a droit à un jour de répit supplémentaire pour effectuer la livraison de ses titres.

Particularités techniques du marché. — Il y a lieu de signaler ici l'organisation particulière du marché aux enchères, qui en fait un centre d'opérations peut être unique en son genre. Dans le but d'éviter les erreurs, les fausses interprétations et les discussions éventuelles d'un marché à la criée animé, les offres et les demandes

sont enregistrées avec une précision remarquable qui ne peut donner lieu à aucune contestation. Un système de signalisation électrique permet d'assurer le mécanisme des transactions d'une manière absolument automatique. Il se compose de trois parties essentielles, 1^o un certain nombre de standards (un pour chaque membre du marché aux enchères), 2^o des tableaux indicateurs visibles à toutes les personnes présentes dans la salle, 3^o un commutateur à relais, centre nerveux du système, qui fait apparaître sur les tableaux les indications transmises par les standards individuels.

Le pupitre de chaque membre est muni d'un standard de dimensions réduites. La manœuvre est assurée par deux groupes de boutons, l'un pour les achats, l'autre pour les ventes. Les offres et les demandes apparaissent sur les tableaux, avec en regard, le nom des personnes qui les ont effectuées. Le système est conçu de telle manière qu'un cours d'achat porté sur les tableaux ne peut être remplacé que par un cours d'achat supérieur, qui fait disparaître le précédent. Le contraire a lieu pour les ventes : seul un cours de vente inférieur au précédent peut lui succéder et le faire disparaître. Dans les cas où l'offre et la demande concordent, un signal lumineux annonce ce résultat, et la transaction se trouve enregistrée automatiquement. La rapidité des négociations peut être ramenée, paraît-il, à un centième de seconde.

La question si importante lorsqu'il se présente en même temps un grand nombre d'acheteurs ou de vendeurs, d'établir l'ordre exact des négociateurs, est résolue automatiquement par les lampes de couleurs et de position différente qui s'allument dans les cases indi-

viduelles de chaque membre sur le grand tableau.
Organisation technique qui fait honneur à ses promoteurs et peut être citée comme un modèle du genre.

TARIF DES COURTAGES

Actions	.....	2 ‰
Obligations	.....	1 ‰

IMPOT SUR OPÉRATIONS DE BOURSE

Actions	.....	3 ‰
Obligations	.....	1 ‰

DROIT DE TIMBRE SUR TITRES

Actions	.....	1 ‰
Obligations	.....	6 ‰

LA BOURSE DE COPENHAGUE

L'industrie danoise a pris dans le courant des trente dernières années surtout une extension considérable. L'agriculture, « une industrie très perfectionnée au Danemark », constitue avec l'élevage et le fermage une des branches industrielles les plus importantes du pays. De 1897 à nos jours le nombre des personnes occupées dans les métiers et les industries a rapidement augmenté. La force motrice mécanique utilisée a décuplé. Quelques chiffres relatifs à la période qui s'étend de 1897 à 1925 font ressortir le rythme constant et régulier de ce développement :

	1897	1906	1914	1925
	—	—	—	—
Nombre d'entreprises	77.256	85.118	82.494	89.175
Nombre total d'ouvriers	270.622	315.219	350.194	391.561
Nombre d'ouvriers industriels	176.608	206.592	227.458	269.987
Entreprises utilisant des machines mécaniques	3.856	6.730	15.579	26.330
Force des machines en CV ...	48.057	113.270	229.843	436.784

Dans un grand nombre de professions, au cours de cette période, les métiers se sont transformés en industries.

Le pays occupe une situation privilégiée pour le commerce dans la Baltique, dont l'entrée est gardée par la

capitale, Copenhague, « la ville la mieux bâtie de tout le nord », écrit au XVIII^e siècle William Coxe, l'infatigable voyageur. La richesse agricole d'une part, l'activité maritime de l'autre, stimulent l'industrie qu'on pourrait scinder en deux branches principales : la branche agricole et la branche maritime, et toutes celles qui se rattachent à chacune d'elles. Le Danemark ne possède ni houille, ni forces hydrauliques, ni richesses minérales, pénurie compensée par l'importation du courant de Norvège et par les importations maritimes. Aussi un grand nombre de produits industriels danois jouissent d'une réputation justifiée : moteurs Diesel, câbles télégraphiques, machines à ciment, appareils frigorifiques, etc. Les importations permettent de suppléer à la pénurie de charbon et de matières premières. Les frais de transport maritime sont très réduits et le fait que l'industrie danoise est « côtière et périphérique » permet d'éviter le fret des voies ferrées. Les grandes usines et manufactures sont presque toutes concentrées autour de Copenhague.

Le régime industriel du Danemark, dont l'importance et la variété sont appréciables est caractérisé par une concentration économique et technique intenses. Contrairement à ce que l'on peut observer dans l'agriculture (le Danemark au point de vue agricole est un pays de petits propriétaires), quelques rares établissements industriels appartiennent à des sociétés coopératives. Presque tous sont constitués en sociétés anonymes. La majorité des exploitations agricoles, par contre, usines-laiteries, etc... font partie de coopératives, seules certaines grandes propriétés restent en dehors du système.

Parmi les raisons déterminantes du succès économique du Danemark, il y a lieu de citer l'importance attribuée à l'enseignement dans ce pays « qui a toujours aimé les sciences ». En effet, non seulement les écoles, l'Université, l'enseignement technique et agricole, les écoles de commerce, les écoles populaires, mais aussi les instituts scientifiques pour la physique, la physiologie, la chimie, la biologie marine et les recherches sous-marines, l'archéologie, la médecine et bien d'autres, maintiennent dans la nation un niveau d'instruction très élevé. Ceci explique, dans une certaine mesure, les progrès accomplis dans chaque branche d'industrie par chaque entreprise, et par chaque individu dans son rayon d'action.

Dans le domaine financier qui nous intéresse plus particulièrement le développement du pays s'est traduit par le nombre toujours croissant d'entreprises exploitées sous forme de sociétés par actions :

Années	Nombre de sociétés par actions
—	—
1891	274
1910	2876
1928	6414

dont 4470 sociétés fondées entre 1915 et 1928.

Le commerce de banque et le marché des valeurs mobilières de Copenhague ont évidemment subi les effets de cette expansion. Le capital-action des banques danoises représente environ 16 % du capital-action total des sociétés. Le système bancaire danois est caractérisé par une forte concentration. Quatre grandes banques, qui toutes ont leur siège à Copenhague, effectuent la majorité des transactions. Ce sont la Banque Nationale (fondée

en 1813), la Banque privée de Copenhague (*Privatbank i København*, fondée en 1857, la Banque agricole danoise *Den Danske Landsmansbank, Hypotek-og Vekselbank*, fondée en 1873), et la Banque Commerciale de Copenhague (*Københavns Handelsbank*, fondée en 1873). En dépit d'un réseau de succursales qui étend à la province l'activité de ces maisons les banques autonomes provinciales sont cependant assez nombreuses. Mais presque toutes présentent un intérêt exclusivement local et sont d'une importance très relative. La Banque Nationale de Copenhague est la seule banque ayant le droit d'émettre des billets de banque. Institution d'Etat à l'origine, elle a été transformée en banque privée par actions en 1818. L'encaisse métallique doit représenter la moitié au moins du montant de la monnaie fiduciaire en circulation.

La loi sur les banques votée en 1919 place toutes ces institutions financières sous le contrôle d'un inspecteur nommé par l'Etat. D'autre part une banque ne peut commencer à travailler avant que ses statuts n'aient été sanctionnés par le Ministère du Commerce. Des enquêtes sur l'activité et la situation de différentes banques devraient permettre de mettre le public à l'abri de certaines désillusions. Il ne semble point, pourtant que l'ingérence de l'Etat dans ce domaine ait donné des résultats très satisfaisants.

On mentionnera également les sociétés de crédit foncier, constituées par des groupements de propriétaires fonciers solidairement responsables. Le taux de leurs prêts est modéré. La Banque hypothécaire du Royaume de Danemark (*Kongeriget Danmarks Hypotekbank*, fondée en 1906) assure la vente à l'étranger

d'obligations hypothécaires. Le montant des obligations émises par cette institution ne peut dépasser huit fois le capital de la banque.

Organisation du marché

La Bourse de Copenhague est régie par un règlement¹ établi par le ministre du Commerce et de l'Industrie, en vertu de l'article 2 de la loi sur les Bourses des valeurs du 19 mars 1930. Entré en vigueur le 1^{er} juillet 1930, ce règlement a annulé le précédent, en date du 10 avril 1922, modifié le 8 janvier 1924, ainsi que le règlement relatif aux opérations à terme en date du 19 mars 1929.

Administration. — L'administration et la direction du marché sont confiés au conseil d'administration qui se compose d'un président, nommé par le ministre du Commerce et de l'Industrie, et de dix membres. Cinq d'entre eux sont nommés par les membres de la Bourse des valeurs de Copenhague, trois membres sont désignés par le comité de l'association des commerçants en gros, et deux autres par les sociétés anonymes dont les actions sont cotées en Bourse. Il est en outre désigné, dans chaque groupe, un nombre égal de suppléants. Le ministre du Commerce et de l'Industrie nomme le suppléant du président. Le conseil d'administration assume la direction du marché sous la haute surveillance du ministre. Il assure la direction des séances, contrôle l'application du règlement, la cotation des cours, statue sur l'admission des nouveaux membres, des valeurs, et sur

1. Traduit en français par M. Fernand Prior, consul général de Danemark à Paris. Paris, 1930 (n'existe pas en impression).

leur radiation éventuelle. Le conseil d'administration se réunit chaque fois que le président le convoque, et aussi sur la demande écrite de trois membres du conseil ou de l'inspecteur surveillant. Le quorum requis est de six membres, plus le président. Parmi les membres présents, trois au moins, doivent appartenir à la Bourse des valeurs et trois, au moins, représenter l'association des commerçants en gros et les sociétés anonymes. Un membre du conseil d'administration ne peut prendre part à aucune délibération où ses intérêts, ou ceux de sa maison seraient en jeu.

Inspecteur surveillant. — L'inspecteur surveillant, nommé par le ministre du Commerce et de l'Industrie qu'il représente, a le droit d'assister aux séances du conseil d'administration et de prendre part aux délibérations. L'inspecteur, ou son suppléant, assiste aux transactions, à la droite du « coteur » chargé de diriger la criée. Les participants du marché doivent se soumettre aux décisions de l'inspecteur, qui peut inviter des membres de la Bourse à le suppléer dans l'exercice de ses fonctions.

Membres de la Bourse. — Les membres de la Bourse des valeurs sont seuls autorisés à effectuer des transactions sur le marché. Ce sont les agents de change de la place de Copenhague. Les membres de la Bourse sont tenus de s'accepter mutuellement comme partie contractante sur le marché et sont responsables les uns vis-à-vis des autres de l'exécution de leurs engagements. Ils étaient au nombre de 45 en 1930. Les membres de la Bourse ne peuvent recevoir aucune rémunération fixe

d'aucune personne ou maison se livrant au trafic des valeurs mobilières contre commission. Ils n'ont pas le droit d'autre part, d'employer des démarcheurs ou de faire appel au public en vue de stimuler la spéculation.

Conditions d'admission. — Les demandes d'admission sont adressées au Conseil d'administration de la Bourse qui les fait suivre avec son appréciation au ministre du Commerce et de l'Industrie, dont l'agrément est nécessaire. Les candidats doivent satisfaire à diverses conditions énumérées dans l'article 11 du règlement. Notamment, être majeurs, de nationalité danoise et domiciliés en Danemark pendant les cinq dernières années jouir de leurs droits civils, d'une bonne réputation, avoir travaillé pendant trois ans au moins dans une charge d'agent de change ou dans une maison de banque. Enfin, ils doivent avoir patente d'agent de change.

D'autre part, les candidats doivent effectuer un dépôt minimum de 25.000 couronnes danoises en titres facilement réalisables ou sous toute autre forme approuvée par le ministre du Commerce et de l'Industrie, en garantie de leurs engagements éventuels. Le montant du dépôt peut être réduit à 10.000 couronnes pour les membres qui ne sont pas inscrits comme « maisons de reports », *Reporthus* (le terme « report » étant employé ici dans un sens autre que celui qui lui est généralement attribué sur les places de Paris, Berlin, Bruxelles ou Anvers), et n'effectuant pas de transactions à terme qui, dans la pratique, se bornent aux ventes à découvert. Cette réduction ne peut être obtenue qu'avec l'autorisation du ministre. Il est en outre versé 200 couronnes au trésor public pour l'obtention de l'agrément. Dans la pratique,

la plupart des membres de la Bourse sont enregistrés en qualité de « maisons de reports », et en réalité, membre de la bourse et reporthus sont synonymes.

En dehors des membres de la Bourse, et de leurs représentants, effectuant régulièrement des transactions sur le marché officiel de Copenhague (les noms des membres de la Bourse et leurs raisons sociales sont publiés deux fois par an par les soins du conseil d'administration) il existe également un certain nombre de banquiers, *outsiders*, traitant des opérations de bourse pour compte de tiers mais n'ayant pas accès sur le marché officiel et tenus d'avoir recours aux bons offices des membres de la Bourse.

Admission des valeurs à la cote. — Les demandes d'admission des valeurs à la cote officielle doivent être adressées au conseil d'administration qui statue. Il peut être fait appel de ses décisions devant le ministre du Commerce et de l'Industrie dont la décision est définitive. On distingue les cotations ordinaires et extraordinaires, qui s'appliquent chacune à des titres de nature différente.

Seuls les titres de sociétés dont le capital est au moins de 2 millions de couronnes peuvent être inscrits à la *cote ordinaire*. Les négociations des titres admis à cette cote ont lieu chaque jour ouvrable. Les transactions portent sur des quotités dont le montant minimum est fixé à 4.000 couronnes.

Peut être admis à la *cote extraordinaire* les titres des sociétés dont le capital est inférieur à 2 millions de couronnes, mais au moins égal à 500.000 couronnes. Ces cotations ont lieu une fois par semaine, le jeudi. Les transactions portent sur des quotités minimum de 2.000 couronnes.

Toutes ces transactions sont effectuées exclusivement au comptant. Les opérations à terme, qui se limitent à des *ventes à découvert*, ne peuvent porter que sur des titres de sociétés dont le capital minimum est fixé à 3 millions de couronnes.

En plus des clauses relatives à l'importance du capital social, les sociétés désireuses de voir leurs titres officiellement cotés doivent également satisfaire à plusieurs conditions déterminées. Notamment, leurs actions doivent être entièrement libérées. Une dérogation aux clauses prescrites par l'article 33 du règlement peut être accordée par le conseil d'administration. Les coupons ne peuvent faire l'objet d'aucunes cotations officielles.

Les obligations étrangères ne peuvent être admises à la cote que si elles font partie d'un emprunt contracté sur la place de Copenhague, ou qu'elles y aient donné lieu à une souscription publique. Les coupons et les obligations sortis au remboursement doivent être payables sur la place de Copenhague. La liste des obligations sorties au tirage doit être publiée dans un journal de la capitale.

D'accord avec l'inspecteur de surveillance, le conseil d'administration a la faculté de suspendre la cotation de telle ou telle valeur. Ce fait doit être, sans retard, porté à la connaissance du ministre du Commerce et de l'Industrie qui se réserve le droit d'annuler cette décision.

Cotations. — Les cotations ordinaires et extraordinaires sont publiques. Les marchés tenus à *la criée*. Les cours sont indiqués en *pour cent* du montant nominal des titres, les écarts sont fixés à un, un demi, et un quart pour cent. Les offres et les demandes sont adressées aux

coteurs, désignés à cet effet par le conseil d'administration de la Bourse, avec l'assentiment du ministre du Commerce et l'Industrie. Les offres et les demandes adressées aux coteurs avant la criée sont entachés de nullité.

Les valeurs sont appelées dans l'ordre de leur inscription sur les cotes; elles peuvent, si le conseil d'administration en décide ainsi, être réparties en plusieurs groupes (c'est d'ailleurs le cas dans la pratique), où les cotations ont lieu simultanément, en plusieurs points du marché. Les cours de clôture sont arrêtés par les coteurs quand aucune transaction ultérieure ne leur paraît plus possible sur une valeur déterminée. Une fois la cote d'une valeur terminée, la criée ne peut reprendre sur cette valeur qu'exceptionnellement et sous réserve d'autorisation de l'inspecteur surveillant ou de son suppléant. Deux ou plusieurs membres de la Bourse faisant partie d'une même maison ne peuvent simultanément effectuer des offres et des demandes portant sur une même valeur.

Règlement des transactions. — L'acheteur doit prendre livraison chez le vendeur des titres achetés. Les transactions en obligations doivent être dénouées à 13 h. au plus tard, du jour de semaine suivant; en ce qui concerne les actions, les titres doivent être livrés le jour de bourse ouvrable suivant. Si par suite de circonstances fortuites, le vendeur se trouvait empêché d'effectuer les livraisons dans le délai prescrit, ce délai pourrait être prolongé, d'accord avec l'acheteur et à condition que le vendeur délivre l'acheteur un *bon de vente* qui doit être retiré, au plus tard, à 13 heures le second jour de bourse ouvrable après le jour de son émission. Ce délai peut, exception-

nellement, être prolongé avec l'assentiment de l'inspecteur, ce dont il est fait mention sur le bon.

L'achat et la vente d'obligations impliquent, en plus de l'acquittement du montant de l'achat, celui des intérêts courus jusqu'au jour de la négociation. Si l'acheteur n'effectue pas son versement dans le délai réglementaire, le vendeur peut exiger le paiement des intérêts courus jusqu'au jour du règlement effectif de la transaction. Les obligations d'un montant inférieur à 500 couronnes, ou bien supérieur à 5.000 couronnes, ne sont pas de bonne livraison, à moins qu'il n'en ait été stipulé autrement au moment de la crie. Exceptionnellement, pour certains titres, il est payé, en plus du montant net de l'opération, un intérêt calculé à raison de 4 % l'an comme pour les obligations (actions de la *Société des Chemins de fer de Lollard-Falster* et celles de la *Société des Chemins de fer du Seeland Oriental*).

Titres sortis au tirage ou titres remboursables. —

L'acheteur n'est pas obligé d'accepter un titre sorti au tirage ou déclaré remboursable. Pour trancher cette question, le jour de vente est considéré comme jour de livraison. Un titre danois est considéré comme étant sorti au tirage à partir du jour où le tirage a eu lieu ; un titre étranger est considéré comme étant sorti au tirage à partir du jour où le tirage a été connu sur la place de Copenhague, d'après les listes officielles des tirages ou les journaux étrangers exposés dans la salle de lecture de la Bourse de Copenhague.

Limitation de l'activité des membres de la Bourse.

— L'activité des membres de la Bourse est étroitement

limitée par le règlement. Ils n'ont pas le droit d'opérer en Bourse pour leur propre compte, ni pour compte du personnel des autres charges, du conseil d'administration ou du service de l'inspection. Il a déjà été dit que les appels au public en vue de développer la spéculation sont interdits, de même que la pratique peu recommandable du démarchage à domicile. On observera que les agents de change de Paris n'ont également pas le droit de faire aucune publicité, pas même d'apposer une plaque, ou inscription sur les portes de leurs bureaux.

La contre-partie est interdite, sauf dans un cas spécialement déterminé : le client est prévenu et accorde préalablement son autorisation formelle, d'autre part les cours de la transaction sont limités. Si ces conditions ne sont pas remplies, le donneur d'ordre peut refuser l'exécution du contrat où un membre de la Bourse figurerait en contre-partie. Dans les cas où cette éventualité est possible, l'agent ne peut toutefois prélever aucune commission sur le montant de la transaction.

Les compensations d'ordres sont autorisées, à condition toutefois que le donneur d'ordre n'ait point exigé l'exécution de son ordre en Bourse. Un même cours doit être fixé pour l'acheteur comme pour le vendeur, et ceci dans les limites des cours traités en Bourse ce jour.

Les membres de la Bourse ne peuvent disposer des titres déposés dans leurs caisses par leurs clients, ni les déposer dans d'autres maisons en nantissement d'avances que si eux-mêmes ont consenti des avances à leurs déposants, contre garantie de ces titres. Ou bien encore, si en qualité de *Reportus*, maisons de reports, ils ont été autorisés par leurs clients à *prêter les titres* en dépôt dans leurs caisses, en vue de faciliter les ventes à découvert.

Ce genre d'opérations n'est autorisés qu'avec l'assentiment écrit et formel du client, il a pour but exclusif de faciliter les opérations « à découvert », en disposant à cet effet des titres appartenant à des tiers.

Ventes à découvert. — Ainsi qu'il a été observé, il n'existe pas de marché à terme proprement dit à la Bourse de Copenhague. Les opérations à terme se bornent à des *ventes à découvert*. Ces transactions sont pour le client des marchés où l'exécution du marché se trouve, en effet, reculée à une échéance ultérieure, mais que les intermédiaires règlent au comptant. Ceci détermine précisément la pratique des « prêts de titres » consentis à un spéculateur à la baisse. Prêts qui ne doivent pas être confondus avec « les emprunts de fonds contre garantie de titres ». Le mécanisme des deux opérations est peut-être le même, mais le principe dans son essence est différent.

Voici comment se présente une vente à découvert. Le membre de la Bourse autorisé à faire usage des titres appartenant aux tiers y joue le rôle suivant : Jean désire effectuer une vente à découvert. Ils transmet son ordre de vente à son banquier, membre de la Bourse, qui passe cet ordre sur le marché. Les opérations à terme proprement dites n'existant pas sur le marché de Copenhague, le banquier, membre de la Bourse, doit par conséquent se procurer les titres que Jean, son client vendeur, ne possède point, afin de les livrer dans le délai réglementaire à l'acheteur. Le banquier en question emprunte, par conséquent, chez un collègue ou chez un client particulier (qui lui aura délivré l'autorisation nécessaire à cet effet) les titres dont il a besoin, et verse comptant au prêteur

l'équivalence de leur montant en espèces. Il se trouvera à même de ce fait d'effectuer la livraison des titres vendus. Quand Jean se décide à dénouer l'opération, le banquier rachète les actions en Bourse, il en prend livraison le lendemain et les restitue aussitôt au collègue, ou au client, qui les lui avait prêtés, contre remboursement des espèces précédemment remises à ce dernier (au moment de l'emprunt des titres). L'opération est terminée.

Les différences de cours supérieures à 5 % sont réglées entre les membres de la Bourse (entre emprunteurs et prêteurs de titres), le 1^{er} et le 15 de chaque mois. Les « cours de liquidation » pour les valeurs susceptibles d'être vendues à découvert, c'est-à-dire pour les actions des sociétés d'un capital minimum de 3 millions de couronnes, sont fixés bi-mensuellement par le conseil d'administration de la Bourse.

On a déjà observé que les membres de la Bourse ne pouvaient disposer des titres placés en dépôt dans leurs caisses en vue de ventes à découvert, qu'avec l'assentiment formel des commettants, assentiment exprimé par écrit, dans la forme prescrite par le règlement, qui, publie en annexe le modèle de cette formule. Le client se réserve toutefois le droit de dénoncer cet accord, en totalité ou en partie, à tout moment, soit par la vente des valeurs mentionnées, dont le produit permettra de rembourser les fonds versés en garantie du prêt de titres, soit par un remboursement pur et simple. Mais il perd cette faculté si une convention écrite stipule expressément qu'une compensation spéciale lui sera accordée en échange de l'abandon de son droit de résiliation.

En fin de chaque trimestre, les membres de la Bourse des valeurs sont tenus d'indiquer à leurs clients les ac-

tions qu'ils ont ainsi prêté à des tiers, en vue de ventes à découvert, et aussi la durée pour laquelle ces prêts ont été consentis. Les clients auxquels appartiennent les titres prêtés ne peuvent exiger aucune bonification spéciale, en dehors de celle qui leur est accordée contre abandon de leur droit de résiliation. La validité d'une autorisation de prêt ne peut, dans aucun cas, dépasser une durée de trois mois.

Les membres de la Bourse des valeurs, opérant en qualité de maisons de reports, portent sur un répertoire spécial les opérations effectuées à découvert, et en avisent immédiatement le bureau du terme. L'avis doit porter les indications suivantes : 1^o valeurs traitées; 2^o cours de la transaction; 3^o nombre de titres et leur montant; 4^o *noms du vendeur à découvert et de la maison où les titres ont été empruntés*; 5^o date de la transaction. Ceux qui ont prêté des titres en vue de faciliter ces opérations doivent également aviser le bureau du terme de tout prêt de titres consenti par leur charge. L'avis doit indiquer : 1^o les valeurs prêtées; 2^o le nombre de titres et leur montant; 3^o *les noms de l'emprunteur et du prêteur*; 4^o la date du prêt.

Ce système de prêts de titres en règlement des ventes à découvert constitue une particularité curieuse du marché de Copenhague, où il ne semble point d'ailleurs que le principe des opérations à terme soit en voie de s'acclimater jusqu'à présent.

TARIF DES COURTAGES¹

Titres cotés :

Obligations (danoises ou étrangères)	1 ⁰ / ₁₀₀ du montant de l'achat, minimum 50 ore.
Actions (danoises ou étrangères)	1/4 % du montant de l'achat (du montant nominal si le cours est inférieur au pair), courtage minimum 1 couronne.

Titres non cotés :

Obligations (danoises ou étrangères)	1/4 % du montant nominal, plus les frais en ce qui concerne les obligations étrangères.
Actions danoises libérées.....	1/2 % du montant de l'achat (du montant nominal si le cours est inférieur au pair), minimum 1 couronne.
Actions danoises non libérées	1/2 % du montant de l'achat avec un minimum de 1/2 % du montant nominal.
Actions étrangères libérées	1/2 % du montant de l'achat, plus les frais (si le cours est inférieur au pair le courtage est calculé sur le montant nominal).
Actions étrangères non libérées	1/2 % du montant nominal, plus les frais.
Droits de souscription :	1/8 % du montant nominal des actions primitives, mais pas au-dessus de 1/8 du montant de la valeur du droit.

DROIT DE TIMBRE SUR OPERATIONS DE BOURSE

Obligations, fonds publics	exempts de timbre.
Actions	3 ⁰ / ₁₀₀ sur le montant du bordereau; de ces 3 ⁰ / ₁₀₀ , la moitié est à payer par l'acheteur, la moitié par le vendeur.

IMPOTS SUR LES COUPONS

Néant.

1. Article 20 du Règlement de la Bourse des valeurs de Copenhague, en date du 14 juin 1930.

En ce qui concerne les Banques et les banquiers, qui ne sont point membres de la Bourse de Copenhague, les tarifs ci-dessus peuvent être réduits de moitié.

*
* *

Les courtages pour achats et ventes effectués en vue d'opérations à découvert sont calculés sur les bases ci-dessus indiquées. Les courtages pour reporter une vente à découvert sont établis sur la base suivante : le *client vendeur* (emprunteur de titres) est débité de $1/4$ % de la valeur des titres empruntés (de la valeur nominale des titres au minimum), par trente jours commencés; si l'opération est effectuée après le 1^{er} jour du mois, la commission est calculée à partir du premier jour du mois suivant. La Maison de Report (*Reporthus*) qui prête les titres à des maisons ou établissements de banque qui ne sont point membres de la Bourse (ce, avec droit de dénonciation réciproque, sous réserve de préavis de un jour), perçoit de la maison qui emprunte une commission de $1/8$ % de la valeur des titres prêtés (de la valeur nominale des titres au minimum, par trente jours commencés).

LA BOURSE D'OSLO

Il existe peu d'entreprises de très vaste envergure en Norvège. La concentration industrielle et financière est assez peu développée. En quoi l'économie norvégienne diffère essentiellement de l'économie suédoise et danoise. La sylviculture, l'agriculture, la banque, la pêche sont réparties entre un nombre considérable de petites et moyennes exploitations.

Le caractère de l'industrie norvégienne est dû, en partie, à la structure politique et sociale du pays. La Norvège, de même que le Danemark est un royaume à tendances politiques plutôt avancées. L'ingérence de l'Etat dans l'économie nationale est assez poussée, l'activité communale et municipale très développée et favorable au morcellement de la propriété industrielle, agricole ou financière.

En ce qui concerne l'énergie hydraulique, un des domaines les plus importants au point de vue national, la Norvège applique le « fait du Prince », l'Etat se réserve en plus du droit d'expropriation, un droit d'option contre tout autre demandeur. Il est permis de se demander si, de cette manière, l'initiative privée et l'aide étrangère, parfois nécessaire, n'ont pas été paralysées et écartées. Dans le domaine forestier, il est indispensable

d'obtenir une autorisation gouvernementale pour les achats dépassant un minimum d'hectares déterminé. Les pouvoirs locaux ont, d'autre part, toute liberté de mettre opposition à l'autorisation gouvernementale.

Le sol est ingrat et l'agriculture relativement peu importante, en dépit des progrès réalisés. Elle est localisée dans le sud-est et aux environs de Trondjhem. Les terres sont réparties entre un groupe nombreux de petits propriétaires. La Banque des petits artisans et des petites propriétés (*Norske Arbeiderbrug-og Boligbank*), garantie par l'Etat, a d'ailleurs pour but de développer l'acquisition des petites terres en accordant des avances à cet effet.

Le même fonctionnement de la propriété s'observe dans l'industrie de la pêche. Favorisé par le Gulf-Stream qui empêche le port d'être bloqué par les glaces et rend la pêche possible pendant les douze mois de l'année, jusqu'au cap Nord, ce peuple de marins et de navigateurs occupe une des premières places dans l'industrie de la chasse aux produits de la mer. La flotte de mer est répartie entre les nombreux petits groupes d'exploitation. Exception faite, toutefois, pour l'industrie baleinière, dont les armements et l'équipement considérables nécessitent l'emploi de capitaux plus importants. La chasse à la baleine se présente comme une industrie essentiellement norvégienne, dont le caractère est international. La plupart des stations de chasse, même au Japon et en Terre-Neuve, ont été fondées par des Norvégiens. L'équipement des sociétés étrangères et la main-d'œuvre sont également fournis, en grande partie, par la Norvège, qui produit la plus grande partie de l'huile de baleine récoltée dans le monde entier.

Les forêts, le minéral, dont les gisements sont pauvres mais abondants, la houille blanche, constituent les principales richesses naturelles du pays. Les principales industries sont les pêcheries, les industries de la pâte de bois, de la cellulose, au sulfite et au sulfate, et du papier.

Les banques norvégiennes sont loin de présenter le caractère de concentration et de centralisation des banques suédoises ou danoises. La Banque de Norvège fondée en 1816, est la seule banque ayant le droit d'émettre des billets. Une autre banque semi-officielle, la Banque hypothécaire du royaume de Norvège (*Kongeriket Norges Hypothekbank*), fondée en 1851, a pour objet d'accorder des avances aux propriétaires fonciers. Les banques privées en Norvège sont également très décentralisées, nombreuses et indépendantes les unes des autres. Ceci provient, en partie, du fait que la population et les industries sont le plus souvent isolées dans les vallées ou dans les régions côtières. D'où, également, le grand nombre des banques spécialisées dans une industrie déterminée. Etant donné leur accroissement en nombre, au moment surtout de l'inflation d'après guerre, la loi défend dès 1918, l'ouverture de toute nouvelle banque sans autorisation royale. En 1923, la loi dite « d'administration » décrète que les banques ayant suspendu leurs paiements à titre temporaire, pourront être administrées par l'Etat, si celui-ci le juge opportun dans l'intérêt de la collectivité. Enfin la loi du 1^{er} janvier 1925 édicte une série de mesures destinées à sauvegarder les intérêts généraux de la population, et l'Inspection des Banques, créée en 1927 est chargée de contrôler l'application des lois et règlements en vigueur.

La physionomie économique de la Norvège se reflète

assez exactement dans les principaux compartiments de la cote officielle de la Bourse d'Oslo, 38 fonds d'Etat ou titres garantis par l'Etat, 19 emprunts de la Banque hypothécaire, 94 emprunts municipaux, 14 banques, 46 industries, 56 compagnies de navigation et 16 compagnies baleinières, se négocient sur le marché officiel. Les mouvements de capitaux sont relativement peu élevés sur le marché des valeurs et l'activité de la Bourse, si l'on excepte la période immédiate d'après-guerre, est calme, sans influence sur l'économie générale du pays.

Organisation du marché.

La Bourse d'Oslo a été créée en vertu d'une loi du 8 septembre 1818. Elle compte par conséquent plus d'un siècle d'existence. C'est une bourse des valeurs en même temps qu'une bourse de commerce et de navigation. L'immeuble qui contient les trois marchés a été élevé entre 1826 et 1828 et agrandi en 1910. Il constitue la propriété de la Bourse d'Oslo. Un Comité de la Bourse et du Commerce, auquel se trouve adjoint le commissaire du Gouvernement, assure la surveillance du marché, et contrôle la régularité des transactions. Les litiges sont tranchés par un bureau d'arbitrage, dont les décisions sont sans appel et qui, le cas échéant, peut amener les parties à régler leur différend par voie de conciliation.

Comité de la Bourse et du Commerce. — L'administration générale de la Bourse d'Oslo est confiée à ce comité qui se compose de quatre membres. Trois d'entre eux sont désignés par le ministère du Commerce, sur la proposition de la Chambre de commerce et du Conseil muni-

cipal d'Oslo, pour une durée d'un an. Ils doivent appartenir au monde des affaires, leur nomination a lieu en janvier. Le quatrième membre du Comité est désigné par le Gouvernement, c'est le commissaire permanent du marché. Le Comité de la Bourse et du Commerce assume d'une part le contrôle général de l'activité du marché, de l'autre il surveille également les intérêts commerciaux de la capitale. C'est lui également qui établit le budget des recettes et des dépenses du marché.

Commissaire de la Bourse. — Le Commissaire de la Bourse est chargé de la surveillance immédiate des opérations, et aussi des personnes admises sur le marché de la capitale. Il assure la police de la Bourse. Ses règlements et ordonnances doivent être observés. Il tient les comptes des recettes et dépenses effectuées par le Comité.

Admission des membres en Bourse. — Sont admises en Bourse toutes les personnes ayant acquitté le montant des taxes prévues par la loi de 1818. Le montant de ces taxes constitue le chapitre « recettes » de la Bourse. A cet effet, chaque négociant est tenu de verser 40 couronnes au moment de l'obtention de sa « lettre de commerce » ou patente. D'autre part, chaque personne admise en Bourse est tenue de verser une cotisation dont le montant annuel est fixé à 4 couronnes.

Intermédiaires. — Les négociations en valeurs mobilières sont effectuées par l'entremise de courtiers autorisés par le ministère du Commerce. Ils sont actuellement au nombre de vingt-neuf et constituent le *Comité de la cote des titres*.

Comité de la cote des titres. — La cotation des valeurs mobilières a lieu chaque jour ouvrable, à midi précises. Toute personne répondant aux conditions requises par la loi du 14 août 1918 et dûment autorisée par le ministère du Commerce à exercer la profession de courtier, peut faire partie du comité de la cote des titres. Les demandes d'admission doivent être adressées au Comité de la Bourse et du Commerce, ainsi que toutes les pièces d'identité requises. Un conseil d'administration de cinq membres représente le comité de la cote des titres auprès du comité de la Bourse et du Commerce. Toute décision relative au marché des valeurs doit être préalablement soumise à l'approbation de ce dernier.

Les membres du comité de la cote des titres doivent être présents aux négociations qui ont lieu, chaque jour ouvrable, y compris le samedi, de midi à 2 heures. Ils peuvent se faire représenter par une personne dûment autorisée par le comité de la Bourse et du Commerce.

La cote officielle. — La Bourse fait paraître chaque jour une cote officielle des valeurs traitées sur le marché. Les fonds d'Etat, emprunts hypothécaires et emprunts municipaux constituent le compartiment le plus étendu de la cote. Au nombre de 151, ils représentent plus de la moitié des valeurs cotées. *Aucun titre étranger ne figure sur la cote officielle des valeurs.*

Cotations. — Les cours sont établis par les membres du comité de la cote des titres. Un fonctionnaire spécial, auquel est adjoit un assesseur désigné à cet effet par le Comité de la Bourse et du Commerce — personnage distinct du Commissaire — dirige les opérations. Il ne peut

faire partie du Comité de la cote ni exercer, en dehors de ses fonctions, celles de courtier. Les cours sont établis à la *criée* par le fonctionnaire mentionné. Les valeurs sont appelées dans l'ordre de la cote. Acheteurs et vendeurs proclament leurs cours en *pour cent* ou en *courounes par litre*. Pendant l'appel des cours les transactions ne peuvent porter que sur la valeur appelée. Les transactions effectuées sont portées sur un registre spécial, et les cours publiés dans le *Bulletin officiel*. Dans les cas où le marché présente un caractère anormal, le Comité de la Bourse et du Commerce a la faculté de suspendre les cotations.

Transactions. — Une fois les appels de cours terminés, les membres du comité de la cote des titres se réunissent pour vérifier l'exactitude des transactions effectuées. Dans les cas où l'une des parties abandonne la salle sans s'être soumise à cette formalité, le bordereau de la partie contractante fait seul foi en cas de litige. Tout bavardage stérile est puni d'une amende, dont le montant maximum est fixé à cinq couronnes.

Dans les cas où les membres du comité viendraient à ne pas remplir leurs engagements le comité de la Bourse et du Commerce prend les mesures nécessaires. Les différends entre courtiers, ou bien entre courtiers et clients sont portés devant le bureau d'arbitrage de la Bourse.

Bureau d'arbitrage. — Le Bureau d'arbitrage de la Bourse d'Oslo (*Börsen Voldgiftskontor*) a pour objet de régler les contestations pouvant s'élever entre acheteurs et vendeurs, ceci tant en valeurs mobilières, qu'en marchandises, devises. Les litiges relatifs à toutes autres affaires de commerce, d'assurance ou de navigation lui

sont également soumis. Sur la proposition de la Chambre de commerce d'Oslo, le comité de la Bourse et du Commerce désigne une *commission permanente* d'au moins cent membres. La durée de leur mandat est de deux ans. Les membres de la commission doivent être « des hommes estimés et capables, en même temps que représentant les diverses branches du commerce ». La limitation de durée de leurs pouvoirs n'empêche pas que toute affaire engagée doit être terminée par le même tribunal arbitral qui l'aura commencée.

Chaque affaire portée devant le Bureau d'arbitrage est examinée par trois ou cinq arbitres, selon l'importance du cas, ou le désir des parties. Les arbitres sont désignés par le comité de la Bourse et du Commerce parmi les membres de la Commission permanente les plus qualifiés en l'occurrence. Un membre du comité de la Bourse et du Commerce ne peut faire partie d'un tribunal d'arbitrage. Les arbitres ne sauraient, d'autre part, être intéressés dans le débat envisagé. Les jugements doivent être rendus quinze jours au plus tard après que toutes les déclarations auront été entendues et tous les renseignements nécessaires communiqués. Les sentences sont définitives.

A la demande d'une des parties, ou du commissaire de la Bourse qui administre le Bureau d'arbitrage, ce dernier peut essayer de régler le litige par voie de conciliation.

Comité des changes. — La cotation des changes a lieu chaque jour ouvrable à 11 heures du matin. Elle est assurée par un comité spécial dont le comité de la Bourse et du Commerce assume la présidence effective. Les représentants de la Bourse de Norvège et des six principales

banques d'Oslo y participent également. Les cours sont fixés par tous les membres, d'accord avec le comité de la Bourse et du Commerce. Seuls les cours de vente sont cotés. Les cours d'achat ne sont pas débattus. Les banques faisant partie du comité des changes sont autorisées à effectuer des transactions en devises. En garantie de leurs opérations elles sont astreintes à verser un dépôt en titres facilement réalisables, d'un montant de 5.000 couronnes. Les cours des devises étrangères sont actuellement cotés sur Amsterdam, Anvers, Copenhague, Helsingfors, Londres, Paris, Hambourg, Madrid, New-York, Prague, Rome, Stockholm, Vienne et Zurich.

COURTAGE OFFICIEL A LA BOURSE DE VALEURS D'OSLO

Pour les obligations de l'Etat, des communes et des banques hypothécaires norvégiens : $1/8$ de %.

Pour toutes les autres obligations au porteur et pour les certificats de banques, les actions des sociétés bancaires, des Compagnies d'assurances et des sociétés industrielles : $1/4$ de %, toutefois, pour les obligations, les courtages minima perçus sont les suivants :

Montant de l'opération :

Jusqu'à 500 couronnes	Cour. 1,00
De 500 à 1.000 couronnes	» 1,50
De 1.000 à 1.500 —	» 2,00
De 1.500 à 2.000 —	» 2,5

Pour les actions des compagnies de navigation et baleinières et pour les autres actions : $1/2$ %, lorsque le cours ne dépasse pas 300 % du montant libéré. Si le cours dépasse 300 %, on compte $1/2$ % de la partie du montant qui représente les 300 % du montant libéré de l'action; pour le reste on calcule $1/4$ de %. Pour une action, dont 1.000 cour. ont été libérées, qui est vendue à 340 %, on calcule ainsi : $1/2$ % de 3.000 cour. et $1/4$ de % de 400 cour. et on perçoit donc au total 16 couronnes.

Les courtages calculés d'après les règles précédentes sont payés aussi bien par l'acheteur que par le vendeur. Le minimum des perceptions est de 1 couronne de chaque côté.

DE L'IMPOT SUR LES OPERATIONS DE BOURSE

Le seul impôt frappant les opérations de bourse est le droit de timbre qui est apposé sur le bordereau d'achat ou de vente et qui est payé moitié par le vendeur, moitié par l'acheteur.

Ce droit de timbre est calculé d'après l'échelle suivante :

1. *Pour les actions :*

Cour.	0,50	lorsque le montant de l'opération n'atteint pas 100 cour.	
»	1,00	lorsque le montant de l'opération va de	100 à 200 cour.
»	1,50	—	200 à 300 »
»	2,00	—	300 à 400 »
»	3,00	—	400 à 600 »
»	4,00	—	600 à 800 »
»	5,00	—	800 à 1.000 »
»	6,00	—	1.000 à 1.200 »
»	8,00	—	1.200 à 1.600 »
»	10,00	—	1.600 à 2.000 »

et lorsque le montant de l'opération est supérieur à 2.000 cour., 5 cour.
en plus par tranche ou fraction de 1.000 couronnes.

2. *Pour les obligations :*

Cour.	0,05	lorsque le montant de l'opération n'atteint pas 100 cour.	
»	0,10	lorsque le montant de l'opération va de	100 à 200 cour.
»	0,15	—	200 à 300 »
»	0,20	—	300 à 400 »
»	0,25	—	400 à 500 »
»	0,50	—	500 à 1.000 »
»	0,75	—	1.000 à 1.500 »
»	1,00	—	1.500 à 2.000 »
»	1,25	—	2.000 à 2.500 »
»	1,50	—	2.500 à 3.000 »

et lorsque le montant de l'opération est supérieur à 3.000 cour., 0,50 cour.
en plus par tranche ou fraction de 1.000 couronnes.

LA BOURSE DE HELSINKI

Le développement industriel de la Finlande, d'origine assez récente, a été particulièrement remarquable entre 1890 et 1917. Les chemins de fer, l'agriculture, les usines ont réalisé dans cet intervalle des progrès sensibles, attestés par les statistiques finlandaises officielles. Ce fut l'heureux aboutissement d'une ère de prospérité et de paix, inaugurée en 1809 avec le rattachement du Grand-Duché de Finlande à l'empire de Russie. Devenue indépendante le 6 décembre 1917, la Finlande adopte en 1919 une constitution républicaine.

De même qu'en Suède ou au Danemark, on constate une tendance accusée vers la concentration des capitaux et des industries. Entreprises textiles, sucrières, métallurgiques, fabriques de papiers, de chaussures, d'allumettes, constituent des groupements plus ou moins importants, en vue de réduire les frais d'exploitation ou de vente, d'éviter certains inconvénients de la concurrence et de stabiliser la production. En dépit des difficultés d'après guerre le pays est parvenu à maintenir un niveau d'activité satisfaisant. Les compartiments de la cote officielle de la Bourse en font ressortir les aspects différents. Les banques et les valeurs industrielles y occupent surtout une place importante.

Le développement de la banque se place dans la seconde moitié du *xix^e* siècle. Vers 1809 la Finlande ne possédait aucune institution de ce genre. Le *Comptoir de change, d'avances et de dépôts*, qui cumulait différentes fonctions avec celles d'un institut d'émission, fut fondé en 1811, après le rattachement du Grand-Duché à l'Empire. Réorganisé en 1868, cet institut, modeste à ses débuts, devint la *Banque de Finlande*. Les banques privées sont au nombre d'une vingtaine. Les premières furent créées en 1862 et 1872. Il existe d'autre part onze établissements de crédit foncier, dont le plus ancien remonte à 1886. L'armature financière de la Finlande est, comme on peut en juger, d'origine assez récente. Les institutions bancaires ont d'ailleurs utilement contribué au développement économique du pays. Actuellement, la plupart des capitaux investis dans les industries nationales sont finlandais.

Si, au point de vue international, le marché des valeurs finlandais ne paraît point présenter un intérêt de premier plan, il y a lieu cependant de le mentionner, à côté des autres bourses scandinaves, étant donné les efforts et les résultats obtenus par la Finlande dans le domaine économique et financier. Ici, comme ailleurs, la bourse n'a exercé aucune action profonde sur les événements, mais elle en a toujours subi, par contre, le choc en retour. Miroir parfois déformant de la réalité, la bourse reflète les variations cycliques qui accompagnent l'évolution d'un pays. L'exposé rétrospectif de son activité permet souvent d'aboutir à des conclusions utiles. Nous nous bornerons, toutefois, à en décrire succinctement le fonctionnement, et l'organisation.

L'organisation actuelle de la bourse finlandaise re-

monte à l'année 1912. Un premier essai de réglementation avait été tenté en 1860, mais sans succès. Une nouvelle tentative de réglementer le marché fut ébauchée en 1880. Le nouveau projet d'organisation, établi sur des bases plus modestes que le précédent ne donna aucun résultat, mais à partir de cette époque les transactions eurent lieu à date fixe. Le volume des affaires traitées resta cependant insignifiant et demeure tel au début du siècle. En 1910 le mouvement des capitaux à la bourse de Helsingfors s'élève à 800.000 marks, tandis qu'il atteint à la bourse de Stockholm 87 millions de couronnes. L'ambiance du marché étant peu favorable aux transactions on essaya d'y remédier en rendant les séances plus fréquentes. Mensuelles précédemment, elles devinrent bi-mensuelles. Cette mesure ne fut pas suffisante pour assurer aux transactions la régularité voulue. Aussi, en 1912, les représentants du Conseil municipal, des banques et de l'industrie se réunirent en vue de créer un marché dont la structure répondrait aux exigences de la vie économique moderne. Un bel édifice, situé au centre de la ville, fut affecté aux transactions de bourse, le marché comportant : 1^o une bourse de commerce; 2^o une bourse de devises; 3^o une bourse de valeur mobilières. Cette dernière fera seule l'objet de notre exposé, les autres ne présentent qu'un intérêt rétrospectif.

Organisation du marché.

La Bourse d'Helsinki¹ est l'unique marché de valeurs en Finlande. On essaya, il est vrai, pendant la guerre

1. F. TIDEMAN, secrétaire de la Bourse des valeurs de Helsinki, *The Exchanges in Finland*, dans *Bank of Finland monthly Bulletin*, avril 1926.

d'organiser d'autres bourses de valeurs dans les centres provinciaux les plus importants, mais cette tentative échoua.

Comité de bourse. — La direction du marché, et son contrôle, sont assurés par un comité composé de douze membres, dont six représentent la Chambre de commerce de Helsinki, trois l'Association des banques finlandaises et trois les membres de la Bourse ne faisant pas partie de cette association.

Intermédiaires. — Les négociations sont effectuées par l'entremise des membres de la Bourse qui sont autorisés à prélever une commission, dont le montant est fixé par le comité, sur chaque opération traitée. Les membres de la Bourse participent aux frais généraux de l'organisation sous forme d'une taxe dont ils sont redevables et dont le montant est calculé d'après celui de chaque transaction. Au début, la Bourse de Helsinki eut à recourir au concours financier de la municipalité et de certaines grandes banques. Mais par la suite, les cotisations des membres suffirent entièrement à couvrir les frais généraux, et permirent même de constituer un fond de réserve d'une certaine importance. Le nombre actuel des membres de la Bourse est de vingt-quatre, contre soixante-six en 1918.

Admission des valeurs à la cote. — Les valeurs sont admises aux transactions officielles soit sur l'initiative du comité de la Bourse, soit sur celle des membres du marché, soit enfin sur celle des conseils d'administration intéressés. Les titres d'une valeur nominale inférieure à 100 marks

ne peuvent être admis aux transactions officielles, de même que les titres des sociétés dont le capital social serait inférieur à *un million de marks*. Les titres des 58 sociétés actuellement cotées en Bourse représentant un capital global de 3.117.298.000 marks. Tandis que les 62 sociétés cotées en 1926 représentaient un capital global de 1.638.198.000 marks. Les seize banques qui figurent parmi ces sociétés représentent un capital nominal de 729.000.000 de marks. La plus grande partie des emprunts intérieurs sont également cotés.

Cotations. — Les cotations sont effectuées à la criée, de même qu'à Stockholm, Copenhague et Oslo. Le président de la Bourse annonce à haute voix le libellé des valeurs, les unes après les autres. Les membres de la Bourse proclament à haute voix également leurs cours d'achat ou de vente. Les transactions se trouvent effectuées dans tous les cas où l'offre et la demande concordent. Les derniers cours d'offres (cours minima) et de demandes (cours maxima) restés sans contre-partie sont portés à la cote. Seules sont autorisées les opérations au comptant.



LA BOURSE DE VARSOVIE¹

L'existence officielle du marché remonte à 1817. En fait, la Bourse existait depuis longtemps sous forme d'une « réunion de marchands » appartenant à la Confrérie des Marchands de Varsovie, auxquels un acte du roi Jean Casimir avait accordé en 1658 différents privilèges. En 1878, la Bourse des valeurs se détache de la Bourse des marchandises et s'installe en 1879 dans l'immeuble actuel, 14 rue Krolewska. Fermée le 30 juillet 1914, certaines transactions officieuses s'y effectuent en 1916, et dès 1919. La réouverture devient officielle en janvier 1921², et le 4 novembre de cette même année la Bourse de Varsovie fait approuver ses statuts. Les statuts actuellement en vigueur remontent au 8 mars 1925.

La Bourse de Varsovie est « une association autorisée d'individus exerçant la même profession, qui paient des cotisations, possèdent un patrimoine commun, s'administrent et réglementent leur activité dans les limites imposées par la loi ». Limites très exactement

1. LÉON SZELAGOWSKI, *Le marché financier polonais*, Paris, 1931 (thèse); pp. 56-133.

2. La loi sur l'organisation des Bourses en Pologne paraît le 20 janvier 1921, elle a été modifiée par un décret-loi du 28 décembre 1924 (complété par un décret rectificatif du 6 mars 1928), qui a entraîné la publication des nouveaux statuts.

établies, soumises à un contrôle gouvernemental rigoureux¹.

Organisation du marché

Membres de la Bourse. — Seuls les membres de la Bourse ont le droit d'assister aux séances boursières et de traiter des opérations, avec ou sans l'intermédiaire des agents de change. L'admission est accordée par la commission de qualification, composée de quatre membres du Conseil de la Bourse et du syndicat des agents de change. Chaque membre est tenu de verser une cotisation annuelle de 800 zlotys, si ce sont des banques ou des sociétés anonymes, les autres membres versent une cotisation de 350 zlotys. D'autre part les membres de la Bourse sont tenus d'être porteurs d'une carte qui implique le versement, par trimestre et d'avance, d'un droit uniforme de 400 zlotys par an.

Administration. — La Bourse de Varsovie est administrée, en premier lieu par l'*Assemblée générale* de tous les membres de la Bourse, ou de leurs représentants, chargée de nommer les membres du conseil, de la commission d'arbitrage et de la commission de révision, d'approuver les comptes, etc... L'assemblée générale représente le pouvoir délibérant de la corporation. Le pouvoir exécutif est incarné par le *Conseil de la Bourse*, composé de vingt-quatre membres, élus pour trois ans par l'assemblée générale. Seuls, les citoyens polonais âgés de plus de trente ans, peuvent faire partie du conseil de la Bourse. Le procès-verbal des élections est

1. LÉON SZELAGOWSKI, *op. cit.*, pp. 57, 58.

communiqué au commissaire de la Bourse qui le transmet pour approbation au Ministre du Trésor. Le nouveau conseil ne peut être valablement constitué que si les $\frac{2}{3}$ de ses membres ont reçu l'approbation ministérielle. Le ministre peut en prononcer la dissolution, en cas d'infraction à la loi ou aux statuts.

Le conseil veille à l'organisation du marché, prononce l'admission des valeurs à la cote¹. Il prononce l'admission des nouveaux membres de la Bourse, fait passer aux candidats aux fonctions d'agents de change l'examen d'admission de rigueur, et fixe le taux des courtages. Un rôle consultatif et d'information, de police et disciplinaire, lui est également dévolu.

La *commission arbitrale*, composée de vingt-quatre membres, élus pour un an, constitue les Tribunaux arbitraux devant lesquels sont portés les différends occasionnés par les transactions, ou intervenus entre membres de la Bourse. Les sentences des tribunaux arbitraux, dont les juges sont désignés par les parties, sont sans appel.

La *commission de révision*, composée de cinq membres élus pour un an, a pour rôle de vérifier la comptabilité et la caisse de la Bourse.

Contrôle Gouvernemental. — Le marché est soumis au contrôle permanent du ministre du Trésor dont les droits d'ingérence sont très étendus. La surveillance effective du marché est assurée par le commissaire de la Bourse et son remplaçant, nommés tous les deux par le ministre.

1. Le Commissaire de la Bourse conserve toutefois la faculté de suspendre ces admissions.

Agents de Change. — Les agents de change polonais sont des fonctionnaires assermentés de la Bourse. Ils n'ont pas le caractère d'officiers ministériels. Leurs statuts sont inscrits dans les textes précités et dans un décret du ministre du Trésor en date du 26 novembre 1928. Ils doivent satisfaire à des conditions déterminées. Leur nomination est soumise à l'approbation préalable du ministre. Les agents de change signent un engagement de renoncer à toutes autres fonctions « toutefois » le commissaire de la Bourse a la faculté d'autoriser un agent de change « à diriger pour son compte une entreprise industrielle ou commerciale à condition que cette seconde situation ne soit pas susceptible d'altérer l'impartialité de l'agent de change dans l'accomplissement de ses fonctions boursières¹ »

La Chambre syndicale des agents de change est placée sous la surveillance du conseil de la Bourse². Les organes de la Chambre sont tous de création récente et fonctionneront incessamment.

Les agents de change sont personnellement responsables de tous dommages et pertes « causés à leurs clients par la non-observation ou la non-exécution de leurs obligations professionnelles » sur la totalité de leurs biens. La responsabilité corporative de la Chambre syndicale vient se substituer à celle de l'agent de change qui serait insolvable. Dans ce cas, les prélèvements nécessaires seraient effectués tout d'abord sur les cautionnements des membres mis en cause, puis sur la part du patrimoine commun qui leur revient, enfin sur le fond de garantie constitué par tous les caution-

1. *Ibid.*, p. 81.

2. Les statuts de la Chambre syndicale ont été approuvés le 27 mai 1929.

nements des agents de change. Montant égal pour tous les membres, mais pouvant varier selon les circonstances et l'importance des charges.

Seuls les agents de change ont qualité pour servir d'intermédiaire aux transactions boursières et constater officiellement leur exécution. Ils n'ont pas la faculté de traiter des opérations pour leur propre compte et ne peuvent servir d'intermédiaires pour des opérations effectuées entre personnes étrangères au marché, ni effectuer, non plus, aucune transaction en valeurs non cotées. Le conseil de la Bourse peut toutefois autoriser un agent de change à négocier telle ou telle valeur, éventuellement susceptible de devenir l'objet de transactions dans une Bourse de Valeurs polonaise.

Admission des valeurs à la cote. — L'introduction des valeurs à la Bourse de Varsovie est réglementée par un règlement du conseil de la Bourse, approuvé par le ministre du Trésor, en date du 28 février 1922. Seules les valeurs mobilières, effets de commerce, chèques, mandats et monnaies, admis par le conseil peuvent faire l'objet de transactions en Bourse. Les formalités d'admission varient selon la nature des valeurs envisagées, emprunts publics, lettres de gage, obligations communales, actions ou obligations pour lesquelles les formalités sont plus sévères. Tous les renseignements exigés doivent être publiés dans le *Moniteur polonais*.

Marchés. — Les séances ont lieu chaque jour entre midi et treize heures¹. Seuls les membres du marché

1. Les opérations de change entre 12 h. 30 et 13 heures. Les séances du samedi sont supprimées pendant les mois de juillet et août.

ont le droit d'y assister. Ils doivent être munis d'une autorisation régulière. Les personnes invitées sont admises à visiter le marché.

Les opérations effectuées¹ entre membres de la Bourse, soit directement, soit par l'entremise d'un agent de change, sont *toutes réglées au comptant*. Les ordres passés par les membres aux agents de change sont exécutables au mieux, soit à un cours limité, au premier cours, ou « à appréciation ». Le premier cours est établi à la criée. Les transactions s'effectuent de même, à haute voix. Les titres faisant l'objet d'une transaction sont livrables chez le vendeur et doivent être retirés le jour de la négociation avant 14 heures, ou bien le lendemain jusqu'à la même heure. Toutes contestations relatives aux livraisons sont tranchées par le tribunal arbitral.

Les *exécutions forcées*, imposées aux parties contractantes qui n'auraient point rempli les obligations qui leurs incombent, sont effectuées par l'entremise d'un agent de change, dans le courant du dernier quart d'heure de la séance.

Cotation des valeurs. — Seules sont cotées les transactions portant sur un montant égal ou supérieur à :

- 10.000 zlotys pour les devises;
- 2.400 zlotys pour les valeurs à revenu fixe;
- 1.000 zlotys pour les actions, à condition qu'il y ait eu plus de dix titres échangés.

1. Règlement du Conseil de la Bourse en date du 5 août 1923.

Le Bulletin de la cote est divisé en trois parties : changes, valeurs à revenu fixe et actions.

Les opérations de *change* portent sur des billets de banque étrangers, chèques, versements, espèces métalliques. Les transactions s'effectuent dans la salle commune entre membres de la Bourse, par l'entremise des agents de change. La cote donne l'incertain¹.

Les *valeurs à revenu fixe* figurent sous cinq rubriques :

Valeurs à revenu fixe libellées en zlotys or;

Lettres de gage et obligations libellées en monnaies étrangères;

Fonds d'Etat;

Lettres de gage;

Obligations.

Les deux premières catégories (libellées en zlotys or ou en monnaies étrangères) sont cotées en *pour cent* de leur valeur nominale. Les autres, sont cotées d'après leur cours réel *en zlotys par titre*. Les actions sont réparties entre dix-sept subdivisions et cotées en zlotys.

Autres Bourses polonaises. — Les autres Bourses de Pologne sont établies à Poznan, Lodz, Cracovie et Wilno. Lodz et Wilno sont spécialisées dans les opérations de change. Leur importance actuelle est très relative, mais une expansion future peut être envisagée.

1. Les cours sont indiqués en zlotys pour 100 unités de monnaie étrangère; sauf le dollar américain et canadien, la livre anglaise et turque le yen japonais, cotés par unités.

Courtages de la Bourse de Varsovie.

Valeurs à revenu fixe... I, pro mille du montant de la transaction
Actions..... I, I/2 pro mille du montant de la transaction
Devises..... 0, I pro mille du montant échangé.

Le courtage est payé par le vendeur et par l'acheteur pour chaque opération. Le minimum imposé est de 15 groszy.

IMPOTS SUR OPÉRATIONS DE BOURSE

Valeurs à revenu fixe..... 0, 05 pro mille
Actions..... 0, I pro mille

Les transactions effectuées entre banquiers sont frappées d'un impôt réduit à 0, 01 pro mille pour les valeurs à revenu fixe et 0, 05 pro mille pour les actions.

LA BOURSE DE MADRID

Historique. — Les origines de la Bourse de Madrid sont anciennes, mais la première loi relative à cette organisation n'a été promulguée qu'en 1831, et son règlement actuel est de 1928.

C'est en 1893 qu'elle a été installée dans le palais qu'elle occupe actuellement.

Organisation. — La Bourse de Madrid dépend du ministère des Finances (Hacienda), qui délègue ses pouvoirs au comité syndical des Agents de Change. Ce comité est notamment chargé de la police intérieure, de la surveillance des opérations ainsi que de leurs inscriptions à la cote officielle des valeurs mobilières.

Le public est admis aux séances moyennant un droit d'entrée actuellement fixé à 1 peseta par personne. Les agents de change et les banques, ainsi que leur personnel, sont exemptés de ce droit d'entrée, mais doivent acquitter une cotisation trimestrielle.

Intermédiaires. — Les opérations ne peuvent être effectuées officiellement que par l'intermédiaire des agents de change et de bourse, qui sont au nombre de 50, et qui sont réunis en collège. Ces agents sont élus par les

autres membres du collège et ils ne peuvent être admis que s'ils ont obtenu un minimum de 40 voix.

Avant d'exercer ses fonctions, tout agent de change doit déposer un cautionnement de 150.000 pesetas, en espèces ou en fonds publics au cours du jour.

Le produit du courtage de toutes les opérations effectuées par les agents de change pour le compte des administrations publiques ou de certaines organisations officielles sert à alimenter un fonds commun destiné à garantir solidairement les agents envers leur clientèle. Ce fonds s'élève actuellement à 7 millions de pesetas environ.

Les agents de change doivent remettre à ceux de leurs clients, pour le compte desquels ils effectuent des achats de titres, un bordereau dénommé « Poliza » justifiant du transfert légal des valeurs faisant l'objet de la transaction.

Dans l'exercice de leurs fonctions, les agents de change sont considérés comme des fonctionnaires publics, et ils sont assimilés aux notaires.

Nature des opérations. — Les opérations autorisées à la Bourse de Madrid sont les suivantes :

1^o Les opérations au comptant, qui doivent être liquidées dès le lendemain de l'exécution des ordres et sous le contrôle d'un service spécial installé à la Banque d'Espagne;

2^o Les opérations à terme, qui doivent être liquidées le lendemain ou le surlendemain des échéances stipulées. Ces dernières ne peuvent dépasser 60 jours.

Indépendamment des liquidations de fin de mois, il est prodédé à des liquidations provisoires lorsque, pendant le délai convenu pour les transactions, les cours enre-

gistrés accusent une différence dépassant 2 % pour les fonds publics et 3 % ou 15 pesetas pour les autres valeurs. Ces liquidations provisoires sont surveillées de très près par le comité syndical, et les différences à verser sont rigoureusement exigées des banques ou des agents, qui doivent à leur tour en demander couverture à leurs clients. Il est à remarquer que ce procédé permet d'atteindre normalement les liquidations de fin de mois et assure un maximum de sécurité pour les transactions.

Les opérations à terme sont traitées fin courant ou fin prochain, sauf lorsqu'elles sont « à volonté ». Dans ce dernier cas, le vendeur ou l'acheteur se réserve la faculté de demander la liquidation à une date intermédiaire, avec préavis de 24 heures.

Ces opérations peuvent être également traitées à la hausse ou à la baisse. Dans les deux cas, l'acheteur ou le vendeur se réserve le droit d'exiger ou de livrer un nombre de titres double de celui stipulé au début de l'opération.

Heures d'ouverture. La Bourse de Madrid est ouverte tous les jours sauf les dimanches et les jours fériés. Sous préavis de 8 jours, le comité syndical peut suspendre une ou plusieurs séances pour un motif justifié et notamment entre 2 jours fériés.

Les heures officielles d'ouverture sont les suivantes : de 13 heures 30 à 16 heures du 1^{er} octobre au 30 juin, de 11 heures 30 à 13 heures pendant les mois de juillet, août et septembre.

Le samedi, les séances n'ont lieu que le matin du 1^{er} octobre au 30 juin. Elles sont complètement suspendues ce jour là pendant les mois d'été.

Il est formellement interdit de prolonger les heures officielles de la Bourse.

Cote officielle. — Toutes les opérations effectuées par les agents de change sont immédiatement inscrites par le service de l'enregistrement officiel. Après chaque séance, le collège se réunit pour préparer la cote officielle, et pour établir le procès-verbal des opérations. Ce procès-verbal doit être approuvé par le syndic du comité, par un secrétaire et par un membre du collège.

Pour pouvoir être inscrite à la cote officielle, les fonds publics doivent avoir fait l'objet d'une déclaration spéciale du Gouvernement, autorisant leur circulation.

Pour l'inscription des autres valeurs espagnoles, il est nécessaire d'adresser une demande au syndic qui décide après enquête.

Pour les valeurs étrangères, les formalités d'inscription sont identiques, mais l'enquête à entreprendre hors d'Espagne est confiée au Ministère d'Etat (Affaires Etrangères) et instruite par les Consuls.

Sur le marché intérieur, l'influence de la Bourse de Madrid est prépondérante. Par contre son importance internationale est très limitée, en raison du nombre restreint des valeurs étrangères cotées à Madrid, et des valeurs espagnoles cotées simultanément à Madrid et à l'étranger.

Les banques tiennent une place importante à la Bourse de Madrid. Elles sont admises à prendre part aux liquidations soit au comptant, soit à terme, dans les mêmes conditions que les agents de change.

Courtages.

Rentes sur l'Etat et sur le Trésor	1 1/2 ‰ sur la valeur minimum.	Pts. 1,00	
Autres valeurs espagnoles et rentes étrangères	1 1/2 ‰	—	1,50
	Maximum jusqu'à Pts. 250		0,50
	— 500		0,80
Valeurs étrangères	2 1/2 ‰ sur la valeur minimum.	Pts. 2,00	
	Maximum jusqu'à Pts. 250		0,75
	— 500		1,50
De 0,15 jusqu'à Pts. 20.000			
De 0,30 de Pts. 20.000 à 50.000			
De 0,60 de Pts. 50.000 à 100.000			
De 1,20 de Pts. 100.000 et au-delà.			

Impôts sur les opérations de Bourse. — Pour les achats, le bordereau des agents de change, nommé *Poliza*, dont il a été question plus haut, est timbré d'après une échelle allant de 0.15 pour Pts. 1000 — et au-dessous jusqu'à Pts. 120 — pour un million de pesetas. Au delà de ce montant, le timbre est de 0.20 par Pts 10.000.

Impôts sur les coupons. — Contribution de Utilidades (impôt sur le revenu) :

20 % sur les coupons de rentes de l'Etat qui n'ont pas été émises avec exemption d'impôts.

De 6 à 7, 50 % selon barème sur les valeurs tant nationales qu'étrangères et sur les primes d'amortissement des titres amortis.

Timbre de négociation et de transmission. — 1. 65 ‰ par an sur la valeur d'après le cours moyen du dernier mois de l'année précédant l'échéance du coupon. Ce taux est également applicable aux valeurs étrangères

originaires du pays ayant conclu avec l'Espagne des arrangements spéciaux en la matière.

Toutes les autres valeurs sont passibles d'un droit de 2.20 ‰.

Vu : Le Doyen.
H BERTHÉLEMY.

Vu : Le Président,
Edgard ALLIX.

Vu et permis d'imprimer :
Le Recteur de l'Académie de Paris,
S. CHARLÉTY.

BIBLIOGRAPHIE

OUVRAGES SPECIAUX

- J. G. Courcelle-Seneuil.** — *Les opérations de Banque, traité théorique et pratique*, 12^e édition, revue et mise à jour par **André Liesse**, Paris, 1922.
- Kurt Belfrage.** — *La Bourse de Stockholm*, dans *Stockholm, son commerce et son industrie*, Stockholm, 1928.
- Max Beseler.** — *Der Deutsche Effekten-Giro-Verkehr und das Ausland*, dans *Bank Archiv* du 23 mai 1929.
— *Die technische Ausführung des stückelosen Effektenverwehr- und des internationalen Giro-Effekten-Verkehrs im Deutschen Reiche*, dans *Bank-Archiv*, n^o 12, 1925.
- Gustave Boissière.** — *La Compagnie des Agents de change et le marché officiel à la Bourse de Paris*, 2^e édition, Paris, 1925.
- Ami Bordier.** — *Notice sur la Société des Agents de change de Genève*, 2^e édition, Genève, 1913.
- Danemark (Le)*, ouvrage publié par le Ministère des Affaires Etrangères et le Département des Statistiques du Danemark, Copenhague, 1929.
- Jean Decoudu.** — *La Bourse de Londres*, Paris, 1922.
- Fernand Donnet.** — *Coup d'œil sur l'Histoire financière d'Anvers au cours des siècles*, Anvers, 1927.
- J. Freidsohn.** — *La Bourse de New-York*, Paris, 1928.
- G. Goyens.** — *Les opérations de Bourse et les Agents de change près les Bourses de Bruxelles, d'Anvers et de Luxembourg*, Bruxelles, 1930.
- I. Kreuger.** — *Les industries suédoises*, conférence faite à New-York, le 29 mai 1930.
- Paul Leroy-Beaulieu.** — *L'art de placer et gérer sa fortune*, édition revue par **Maxime Renaudin et Edouard Payen** Paris, 1929.

- J. Edward Meeker.** — *The Work of the Stock Exchange*, édition revue, New-York, 1930.
- A. P. Poley.** — *The History, Law and practice of the Stock Exchange*, Londres, 1926.
- A. Schneider.** — *Führer durch die Börse zu Berlin*, Berlin, 1926.
- Léon Szelagowski.** — *Le marché financier polonais*, Paris, 1931.
- F. Tidermann.** — *The Exchanges in Finland*, dans *Bank of Finland monthly bulletin*, avril 1926.
- Robert Irving Warshow.** — *Wall Street*, trad. française par Pierre Coste, Paris, 1930.
- K. E. Welin-Bergen.** — *De la banque, dans Stockholm, son commerce et son industrie*, Stockholm, 1928.
- Michel Carsow.** — *La Bourse de Berlin*, dans le *Journal des Economistes* du 15 novembre 1930; — *la Bourse de Copenhague*, dans le *Journal des Economistes* du 15 décembre 1930; — *La circulation immatérielle des valeurs mobilières*, dans la *Revue d'Economie politique* de mars-avril 1930; et dans l'*Information* des 19 octobre, 7 décembre 1929 et 28 février 1930. — chapitres sur les Bourses de *Berlin, Genève, Stockholm, Copenhague, Oslo, Helsinki*, dans l'*Encyclopédie de Banque et de Bourse* de **F. François-Marsal**, t. V, Paris, 1931; — chapitres sur les Bourses de *New-York, Genève, Berlin, Anvers, Luxembourg, Stockholm, Copenhague*, dans l'ouvrage de documentation professionnelle *La Banque et ses services*, publié sous la direction de **L.-M. Lair**, t. IV, Paris, 1931.

LOIS ET RÈGLEMENTS

- Loi Générale* publiant la loi du 20 décembre 1856 pour l'établissement d'une Bourse de Commerce à Genève, avec les modifications introduites par les lois des 3, 20 et 27 juin 1857.
- Règlement de la Bourse de Genève*, en date des 2 septembre-5 novembre 1930 (publié par la *Chambre de la Bourse de Genève*).
- en date du 31 décembre 1927 (publié par la *Société des Agents de change* de Genève).
- Société de la Bourse de Luxembourg*, Luxembourg, 1928, contenant la loi du 30 décembre 1927, l'arrêté grand-ducal

du 22 mars 1928, les Statuts de la Bourse de Luxembourg et son Règlement d'ordre intérieur.

Bourse d'Oslo, règlement du Bureau d'arbitrage de la Bourse d'Oslo (*Börsens Voldgiftskontor*) approuvé en 1901, révisé en 1913, 1915 et 1919.

— *Rules for Quotation of Securities*, approved by the Royal Department of Commerce, February 27, 1920.

— *By-laws for the Royal Exchange Quotation Board Securities*, approved by the Royal Department of Commerce, February 27, 1920.

Règlement communal de la Bourse des changes et des fonds publics d'Anvers.

Règlement d'ordre intérieur de la Bourse des changes et des fonds publics d'Anvers, dressé en vertu du Règlement communal du 16 décembre 1912.

Règlement de la Bourse de Copenhague, en vigueur à partir du 1^{er} juillet 1930.

PÉRIODIQUES ET OUVRAGES GÉNÉRAUX

Encyclopédie de Banque et de Bourse, publiée en collaboration et sous la direction de **F. François-Marsal**, en cinq volumes, Paris, 1928-1931.

La Banque et ses services, organe de documentation professionnelle édité en douze volumes sous les auspices de la revue technique *Banque*, Paris, 1930-1931.

Journal des Economistes.

Revue d'Economie politique.

L'Information.

G. Dubois et J. G. Kergomard. — *Géographie économique*, Paris, 1909.

E. Lavisse et A. Rambaud. — *Histoire générale*, Paris, 1893-1901, 12 volumes (t. X, XI, XII).

G. Lecarpentier. — *Pays scandinaves et Finlande*, Paris, s. d.

A. Rambaud. — *Histoire de la civilisation française*, 2 vol. Paris, 1921.

Vidal-Lablache et L. Gallois. — *Géographie universelle*, XV^{to}mes, 22 volumes (t. II).

TABLE DES MATIÈRES

Avant Propos	1
La Bourse de Paris	5
Historique	5
Organisation du marché	10
I. — Le Parquet et la Coulisse	10
Le Parquet	10
Le marché en Banque ou Coulisse	12
II. — Intermédiaires	13
Agents de change	13
Coulissiers	15
Remisiers	17
III. — Administration du marché	17
Police	17
Surveillance et direction	18
IV. — Admission des valeurs à la cote	20
V. — Opérations au comptant et à terme	22
Opérations au comptant	22
Opérations à terme	22
A) marchés à terme fermes	24
B) marchés à terme et à primes	26
Confirmation des transactions	27
VI. — Cotations	28
1) Cotations par oppositions	28
2) Cotations à la criée	29
3) Cotations dites par boîtes	29
VII. — Cours des valeurs	30
Parquet	30
Coulisse	33
VIII. — Ordres de Bourse	34
Tarif des droits de courtage	35
Parquet	35
Coulisse	37
Impôts	38
La Bourse de New-York	41
Historique	41

Organisation du marché	46
Administration	47
Admission des membres du Stock Exchange	51
Diverses catégories de membres	53
A) <i>Dealers et traders</i>	53
B) <i>Brokers</i>	54
I) <i>Stockbrokers</i>	54
II) <i>Two-dollars brokers</i>	55
III) <i>Specialists</i>	55
IV) <i>Odd-lot dealers</i>	56
Admission des titres à la cote officielle	57
Ordres de Bourse	58
I. <i>Market orders</i>	58
II. <i>Limited orders</i>	58
III. <i>Stop orders</i>	58
IV. <i>Give-up orders</i>	59
Nature des transactions (comptant)	59
Règlement des opérations	61
Entre professionnels	61
I. <i>Cash</i>	61
II. <i>Regular</i>	61
III. <i>At three days</i>	61
IV. <i>Buyers ou sellers option</i>	61
Modalités	62
I. <i>Crossing orders</i>	62
II. <i>Stopping stock</i>	62
Opérations de la clientèle	64
I. <i>Purchasing outright</i>	64
II. <i>Selling outright</i>	64
III. <i>Purchasing on margin</i>	64
IV. <i>Short sale</i>	65
Call money	67
Prêts à terme	67
Prêts à vue	67
Valeurs mobilières	68
« The Stock Clearing Corporation »	70
Autres bourses de valeurs à New York	71
Courtages et taxe spéciale	72
 La Bourse de Londres	 75
Historique	75
Organisation du marché	82
Société anonyme du Stock Exchange	82
Groupement des membres du Stock Exchange	83
Membres du Stock Exchange	87
Associations des membres	89
Commis	90
<i>Brokers et jobbers</i>	91
Nature des valeurs négociées	93

Admission des valeurs à la cote	95
Nature des transactions	96
Cotations	97
Règlement des opérations	98
Tarif minimum des courtages	103
La Bourse de Berlin	105
Historique	105
Organisation du marché	109
Commissaire du Gouvernement	109
Chambre de l'Industrie et du Commerce	110
Conseil d'administration	110
Commissions	111
Admission des membres	113
Admission des valeurs	114
Intermédiaires	115
Courtiers assermentés	115
Courtiers libres	117
Cotations	117
Marchés	118
I. Opérations au comptant	118
Cours variables	118
Cours unique	119
II. Opérations à terme	120
III. Opérations à primes	122
<i>Bank des Berliner Kassen-Vereins</i>	124
Syndicat des transactions à terme	127
Caisse de liquidation	128
Courtages, commissions et impôts	129
La Bourse de Genève	131
Historique	131
Organisation du marché	139
Administration	139
Intermédiaires	140
Commissaire d'Etat	141
Admission des valeurs à la cote	142
Cotations	144
Nature des transactions	145
1. Opérations au comptant	146
2. Opérations à l'émission	147
3. Opérations à terme	147
Escompte	149
Courtages et impôts	150
La Bourse d'Anvers	153
Historique	153
Organisation du marché	161

Administration	161
Admission des membres en Bourse	163
Agents de change	164
Admission des valeurs à la cote officielle	168
Cotation des valeurs	169
Cote officielle	171
Commissaire de semaine	172
Transactions	172
Opérations au comptant	172
Opérations « au choix »	175
Opérations à terme	176
I. Marchés à terme fermes	177
II. Marchés à terme et à primes	179
Ventes publiques	181
Opérations en fonds publics	184
Coupons	187
Ordres de bourse	188
Changes	190
Prêts	190
Arbitrage	192
Courtages	192
Droit de timbre	194
Titres de sociétés fondées sous le régime de la Législation Coloniale	195
Code et règlement général des taxes assimilées en timbre	195
La Bourse de Luxembourg	197
Historique	197
Organisation du marché	201
Administration	201
Commissaire du Gouvernement	204
Admission des membres en Bourse	204
Admission des valeurs à la cote officielle	208
Cotations	213
Ordres de Bourse	216
Cote officielle	218
Transactions	219
Transactions en valeurs mobilières	220
Transactions en coupons et titres remboursables	224
Règlement des transactions en valeurs mobilières	225
Change et escompte	226
Ventes publiques	227
Courtages	227
La Bourse de Stockholm	229
Historique	229
Organisation du marché	234
Règlement	234
Administration	234

Membres actifs et « outsiders »	234
Admission des membres	235
Marchés	236
Cote officielle. Listes A et B	236
Cotations	237
Avis d'opérés. Paiements	238
Particularités techniques du marché	138
Courtages	240
Impôts sur opérations de bourse	240
Droits de timbre sur titres	240
La Bourse de Copenhague	241
Historique	241
Organisation du marché	245
Administration	245
Inspecteur surveillant	246
Membres de la Bourse	246
Conditions d'admission	247
Admission des valeurs à la cote	248
Cotations	249
Règlement des transactions	250
Titres sortis au tirage et titres remboursables	251
Limitation de l'activité des membres de la Bourse	251
Ventes à découvert	253
Tarif des courtages	256
Droit de timbre sur opérations de Bourse	256
Impôts sur les coupons	256
La Bourse d'Oslo	259
Historique	259
Organisation du marché	262
Comité de la Bourse et du Commerce	262
Commission de la Bourse	263
Admission des membres en Bourse	263
Intermédiaires	263
Comité de la cote des titres	264
Cote officielle	264
Cotations	264
Transactions	265
Bureau d'arbitrage	165
Comité des changes	266
Courtages et impôts	267
La Bourse de Helsinki	269
Historique	269
Organisation du marché	271
Comité de la Bourse	272
Intermédiaires	272
Admission des valeurs à la cote	272
Cotations	273

La Bourse de Varsovie	275
Historique	275
Membres de la Bourse	276
Administration	276
Contrôle du gouvernement	277
Agents de change	278
Admission des valeurs à la cote	279
Marchés	279
Cotation des valeurs	280
Autres bourses polonaises	281
Courtages et impôts	282
 La Bourse de Madrid	 283
Historique	283
Organisation	283
Intermédiaires	283
Nature des opérations	284
Cote officielle	286
Courtages	287
Impôts sur les coupons	287
Timbre de négociation et de transmission	287
 Bibliographie	 289

Bordeaux. — Impr. J. BIERE, 18, rue du Peugue. — 1931.
